

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

FERNANDO SURECK LEAL

O IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DOS PRINCIPAIS ASSUNTOS DE AUDITORIA (PAA)
NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

CURITIBA

2018

FERNANDO SURECK LEAL

O IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DOS PRINCIPAIS ASSUNTOS DE AUDITORIA (PAA)
NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade – Área de Concentração Contabilidade Financeira e Finanças, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Márcio Scherer

CURITIBA

2018

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Leal, Fernando Sureck

O impacto da divulgação dos principais assuntos de auditoria (PAA) no
mercado acionário brasileiro / Fernando Sureck Leal .- 2018.

102 p.

Orientador: Luciano Márcio Scherer.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná. Programa
de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas.

Defesa: Curitiba, 2018.

1.Auditoria. 2. Retorno Anormal. 3. Mercado de Capitais. I. Scherer,
Luciano Márcio. II. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências
Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III.
Título.

CDD 657.450981

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **FERNANDO SURECK LEAL**, intitulada: **O IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DOS PRINCIPAIS ASSUNTOS DE AUDITORIA (PAA) NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**, após terem inquirido o aluno e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de Mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

Curitiba, 22 de Agosto de 2018.


LUCIANO MARCIO SCHERER(UFPR)
(Presidente da Banca Examinadora)


JOSE ALVES DANTAS(UNB)


CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS(UFPR)

AGRADECIMENTOS

Olha... não foi nada fácil chegar até aqui. É como diz a canção de Almir Sater hoje “levo esse sorriso porque já chorei demais”, mas também certamente “hoje me sinto mais forte, mais feliz, quem sabe? Só levo a certeza de que muito pouco eu sei, ou nada sei”.

Sem dúvida, esses 2 anos e meio foi um período de muita superação e que ficará marcado eternamente em minha vida, não apenas pela superação, mas ficará marcado também por ser uma época em minha vida de enorme aprendizado onde eu pude desafiar meus próprios limites. Ao final desta jornada vejo que tudo isso valeu muito a pena, pois certamente saio como um profissional muito melhor do que aquele que entrou!

Primeiramente eu agradeço a Deus, pelo dom da vida e por estar sempre comigo me dando a força necessária para que eu pudesse superar esse desafio. Certamente sem Deus nada seria possível.

Agradeço aos meus pais que, apesar de não demonstrarem muito interesse quando resolvi entrar para o mestrado (muito provavelmente por serem pessoas simples e dessa maneira não fazerem a menor ideia da grandeza que é esta conquista) tenho certeza que sempre quiseram o meu bem e, no íntimo de seus corações estarão sempre torcendo por mim. Eu amo vocês!

À Klariza, que, no meio desta jornada surgiu em minha vida e esteve junto comigo nos momentos mais difíceis e de maior sofrimento, sendo meu ombro amigo em quem eu pude desabafar quando precisei. Nos momentos que pensei em desistir você me incentivou a seguir em frente, sempre acreditou que eu iria conseguir chegar lá! A você meu muito obrigado de coração por tudo isso e também por suportar minhas ausências neste período.

Ao meu orientador Prof. Dr. Luciano Marcio Scherer, certamente um dos melhores professores que tive em minha formação acadêmica sendo alguém a quem lembrarei em minha carreira como exemplo de professor. A você agradeço principalmente por aceitar o desafio de assumir minha orientação nesta reta final com tão pouco tempo! Certamente se não fosse pela sua competência, dedicação e sabedoria ao readequar este trabalho, o mesmo não seria concluído. Quis o destino me premiar com sua orientação e lhe agradecerei eternamente pelo conhecimento transmitido durante suas inspiradoras aulas, pelo seu comprometimento e pelo tempo

desprendido nas orientações sempre com ótimas ideias e soluções práticas. Meu sincero e agradecido muito obrigado!

Aos demais professores do PPGCONT- UFPR pelo conhecimento transmitido durante as aulas. Aos membros da secretaria do PPGCONT em especial à Camila a quem sempre me atendeu prontamente e com muita dedicação.

Ao Prof. Dr. Jorge Eduardo Scarpin que foi o primeiro a me acolher no PPGCONT me aceitando como aluno não regular em sua disciplina e, posteriormente, como meu primeiro orientador dando as ideias iniciais para o desenvolvimento deste trabalho.

Aos professores, Dr, José Alves Dantas, Dr. Romualdo Douglas Colauto, Dr. Cláudio Marcelo Edwards Barros por aceitarem o convite e serem os membros avaliadores dessa dissertação, contribuindo tão significativamente para melhorar este trabalho.

Aos meus colegas e parceiros nessa jornada Bruna, Débora e Edson pela parceria nos trabalhos e principalmente pela grande amizade, pela força nos momentos de desânimo e pelo companheirismo que construímos juntos ao longo desta caminhada.

Agradeço também a todos os meus professores que passaram na minha vida e a todos que diretamente ou indiretamente contribuíram, me incentivaram e torceram para que eu chegasse até aqui e obtivesse mais essa conquista! A todos vocês meu sincero muito obrigado.

Enfim, agradeço também à UFPR e ao Programa de Pós Graduação em Contabilidade da UFPR que me proporcionaram a realização desta conquista.

“Talvez não tenha conseguido
fazer o melhor, mas lutei para que
o melhor fosse feito.
Não sou o que deveria ser, mas
Graças a Deus, não sou mais o que era antes”.

Martin Luther King

RESUMO

Este estudo tem como objetivo verificar a influência exercida pela divulgação dos Principais Assuntos de Auditoria (PAA) no retorno das ações negociadas no mercado acionário brasileiro para as companhias não financeiras constantes no índice IBrX 100 da Brasil Bolsa Balcão – B3. A amostra final desta pesquisa foi composta por 80 ações de companhias abertas, totalizando 77 companhias para as quais, foram coletadas informações provenientes de seus relatórios de auditoria para as demonstrações financeiras findas para o ano fiscal de 2016. A escolha por utilizar este período para estudo, justifica-se por ser o primeiro ano da adoção no Brasil, do novo modelo de relatório de auditoria o qual contempla a evidenciação dos principais assuntos de auditoria. O estudo aborda o tema utilizando como variável dependente o Retorno Anormal Acumulado (CAR) calculado para as ações das companhias da amostra a partir da utilização de 10 janelas de eventos distintas circundando a data de divulgação dos PAA. Como variável independente, o estudo utilizou a quantidade total e a quantidade por categoria de divulgação dos PAA elencados no novo relatório de auditoria. Os resultados dos testes obtidos por meio de regressão com corte transversal de dados (*cross-section*) mostram evidências de que não há relação existente entre a geração de retornos anormais nos preços das ações das companhias e a observação apenas da quantidade total de assuntos evidenciados como PAA no relatório de auditoria das companhias. Deste modo, infere que tal informação não fornece conteúdo informacional relevante no contexto de mercado acionário brasileiro. No entanto, quando observadas as quantidades por categorias de PAA evidenciados nos relatórios de auditoria, os resultados mostram evidências de que a divulgação de algumas categorias de PAA possuem relação com a geração de retornos anormais negativos nos preços das ações, podendo, portanto, ser considerada informação relevante ao mercado. Tais constatações puderam ser observadas em 3 das 10 janelas de eventos testadas ($t-1$ a $t+1$; $t-1$ a t_0 e t_0). Nestas janelas de evento, as categorias Continuidade operacional e escândalos corporativos, Imobilizado, Estoques e Tributos e realização de tributos diferidos mostraram-se como sendo significantes possuindo relação com a geração de retornos anormais calculados para estas janelas de evento concluindo assim que, a evidenciação de aspectos relacionados a estas categorias podem ser úteis ao fornecer conteúdo informacional relevante ao mercado acionário brasileiro.

Palavras-chave: Principais Assuntos de Auditoria; Retorno Anormal; Relevância.

ABSTRACT

This study aims to verify the influence exerted by the disclosure of the Principal Audit Matters (PAA) on the return of the stocks traded in the Brazilian stock market to the non-financial companies listed in the IBrX 100 index of Brasil Bolsa Balcão – B3. The final sample of this research consisted of 80 public traded stocks, totaling 77 companies for which information was collected from their audit reports for the financial statements ending in fiscal year 2016. The choice to use this period for study is justified because it is the first year of adoption in Brasil of the new model of audit report which includes the disclosure of the main audit subjects. The study approaches the topic using as a dependent variable the Accumulated Abnormal Return (CAR) calculated for the stocks of the sample companies from the use of 10 distinct event windows surrounding the date of disclosure of the PAA. As an independent variable, the study used the total amount and amount per disclosure category of the PAA listed in the new audit report. The results of cross-section regression tests show evidence that there is no relationship between the generation of abnormal returns in companies' stock prices and the observation of only the total number of items evidenced as PAA in the companies' audit report. Thus, it infers that such information does not provide relevant information content in the context of the Brazilian stock market. However, when we observe the quantities by categories of PAA evidenced in the audit reports, the results show evidence that the disclosure of some categories of PAA are related to the generation of negative abnormal returns in stock prices and can therefore be considered information relevant to the market. These findings could be observed in 3 of the 10 event windows tested ($t-1$ to $t+1$; $t-1$ to t_0 and t_0). In these event windows, the operational continuity and corporate scandals, property, inventory and tax and deferred taxes categories were shown to be significant having relation to the generation of abnormal returns calculated for these event windows, thus concluding that the disclosure of aspects related to these categories may be useful in providing informational content relevant to the Brazilian stock market.

Keywords: Principal Audit Matters; Abnormal Return; Relevance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Desenho da pesquisa	42
-------------------------------------	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Resposta do preço à informação	27
Quadro 2: Formas de eficiência de mercado	29
Quadro 3: Estratégia da pesquisa	41
Quadro 4: Variáveis utilizadas na pesquisa	47
Quadro 5: Etapas para estudos de evento	48
Quadro 6: Janelas de evento a serem testadas	52
Quadro 7: Descrição das categorias de Principais Assuntos de auditoria	58

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estatística descritiva da variável independente Principais Assuntos de Auditoria ...	56
Tabela 2: Composição dos PAA estratificados em categorias.....	59
Tabela 3: Estatística descritiva das variáveis de controle	62
Tabela 4: Teste <i>Kolmogorov-Smirnov</i> de normalidade	64
Tabela 5: Teste de <i>White</i> : Diagnóstico de heterocedasticidade	65
Tabela 6: Resultados da regressão <i>cross-section</i> para as janelas de evento testadas para a variável Quantidade Total de Principais Assuntos de Auditoria	69
Tabela 7: Resultados da regressão <i>cross-section</i> para as janelas de evento testadas para as variáveis contendo a categoria dos Principais Assuntos de Auditoria	72

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANCOVA	Análise de Covariância
APT	<i>Arbitrage Price Theory</i>
CAM	<i>Critical Audit Matters</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CAR	<i>Cumulative Abnormal Return</i>
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FRC	<i>Financial Reporting Council</i>
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
IAASB	<i>International Auditing and Assurance Standards Board</i>
IBOVESPA	Índice Bovespa
IBRx 100	Índice Brasil 100
ISA	<i>International Standards Auditing</i>
JOA	<i>Justifications of Assessments</i>
KAM	<i>Key Audit Matters</i>
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NBC TA	Norma Brasileira de Contabilidade Técnicas de Auditoria
NRA	Novo Relatório de Auditoria
PAA	Principais Assuntos de Auditoria
PCAOB	<i>Public Company Accounting Oversight Board</i>
ROA	<i>Return on Assets</i>
SEC	<i>Security Exchange Commission</i>
SBF	<i>Société des Bourses Françaises</i>
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO E SITUAÇÃO PROBLEMA	14
1.2	PROBLEMA DE PESQUISA	19
1.3	OBJETIVOS	19
1.3.1	Objetivo geral	19
1.3.2	Objetivos específicos	19
1.4	JUSTIFICATIVA	20
1.5	ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	22
2	REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.1	ASSIMETRIA INFORMACIONAL E HIPÓTESE DE MERCADOS EFICIENTES	23
2.2	VALUE RELEVANCE	29
2.3	PESQUISAS ANTERIORES SOBRE OS PRINCIPAIS ASSUNTOS DE AUDITORIA (PAA) E DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DE PESQUISA	34
3	METODOLOGIA	41
3.1	CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA E DESENHO DA PESQUISA	41
3.2	POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DOS DADOS	43
3.3	OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS POTENCIALMENTE CORRELACIONADAS	44
3.4	ESTUDO DE EVENTO	47
3.4.1	Definição do Evento	48
3.4.2	Critério de seleção	48
3.4.3	Medição do Retorno Anormal	49
3.4.3.1	Modelo para cálculo do Retorno	49
3.4.3.2	Modelo para cálculo do Retorno Anormal	50
3.4.4	Procedimento de Estimativa	51
3.4.5	Procedimento de Teste	52
3.5	MODELO E TRATAMENTO ESTATÍSTICO	53
3.6	LIMITAÇÕES DA PESQUISA	55
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	56
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA	56
4.1.1	Principais Assuntos de Auditoria (PAA)	56
4.1.2	Retornos Anormais Acumulados (CAR)	59

4.1.3	Variáveis de controle	61
4.2	ANÁLISE INFERENCIAL	63
4.2.1	Teste de especificação do modelo	63
4.2.2	Análise de Correlação	66
4.2.3	Resultados dos testes utilizando como variável a quantidade total de PAA	68
4.2.4	Resultados dos testes utilizando como variável a quantidade por categoria de PAA...	70
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	80
	REFERÊNCIAS.....	83
	ANEXO 1 - RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS (EM %) PARA A DIVULGAÇÃO DO RELATÓRIO DE AUDITORIA COM OS PRINCIPAIS ASSUNTOS DE AUDITORIA (PAA)	89
	ANEXO 2 - RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS PARA A DIVULGAÇÃO DO RELATÓRIO DE AUDITORIA COM OS PAA	92
	ANEXO 3 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS INDEPENDENTES	96
	ANEXO 4 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DEPENDENTES E INDEPENDENTES	98
	ANEXO 5 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS INDEPENDENTES E DE CONTROLE	99
	ANEXO 6 – QUANTIDADE DE PAA POR CATEGORIA E AÇÃO DA AMOSTRA	100

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E SITUAÇÃO PROBLEMA

O fornecimento de informações úteis à tomada de decisões racionais para investidores, credores e outros usuários das informações contábeis é o principal objetivo da divulgação de informações financeiras (FASB, 1980). Uma informação contábil-financeira é útil quando obedece aos conceitos de relevância, materialidade e fidedignidade (CPC, 2011). Assim, a relevância informacional é um dos pilares da utilidade da informação, e é definida como sendo a capacidade que determinada informação possui de fazer diferença em um processo de tomada de decisão, auxiliando usuários a formar opiniões e confirmar ou corrigir expectativas futuras (FASB, 1980), reduzindo o ambiente de incertezas (Iudícibus & Lopes, 2004).

Estudos foram elaborados com relação à relevância informacional, em que o conteúdo dos demonstrativos contábeis ou do próprio mercado de capitais foi utilizado, tendo como base os preceitos da Hipótese de Mercado Eficiente (HME) (Iudícibus & Lopes, 2004), teoria a qual se preocupa em identificar se os preços das ações refletem as informações disponíveis no mercado de capitais (Fama, 1970).

Fama (1991) afirma que, em um mercado de capitais eficiente, qualquer informação, desde que seja relevante, podendo afetar os fluxos de caixa da empresa, irá influenciar nos preços das ações da companhia no momento imediato em que elas estiverem disponíveis publicamente. Assim, o preço da ação é ajustado capitalizando o valor associado a tal conteúdo informacional.

Na abordagem positiva da contabilidade, a perspectiva é baseada na informação (*informational approach*), assim, o foco está na utilidade da informação contábil para os diferentes tipos de usuários, sendo que a preocupação está centrada no entendimento do porquê da utilização de determinada prática contábil (Lopes & Martins, 2007). Logo, preparadores de demonstrações financeiras possuem certa discricionariedade em relação ao conteúdo a ser divulgado e, dessa maneira, podem escolher divulgar informações que melhor atendem a seus anseios, resultando em conflito de interesses entre agentes que utilizam a informação a ser divulgada.

Atualmente, em grandes corporações, é cada vez mais comum a adoção de um modelo de gestão caracterizado pela segregação das funções de propriedade e de controle da companhia. Nesse modelo, explicado pela Teoria da Agência, o principal, que é o detentor da propriedade da organização, delega as tarefas de administração a um agente, comprometendo-se a remunerá-

lo pela execução dessas tarefas (Hendriksen & Van Breda, 1999), sendo que dessa relação, surgem os problemas de conflito de agência e assimetria informacional, os quais são assuntos centrais na Teoria da Agência e comuns às organizações modernas.

O conflito de agência significa divergência de interesses entre várias partes que se relacionam com a organização (Rocha, Pereira, Bezerra, & Nascimento, 2012), e, surge quando os interesses dos agentes ligados à administração são divergentes em relação aos objetivos da companhia. Assim, os agentes tendem a dar prioridade a seus interesses próprios, prejudicando o andamento adequado da organização (Pereira, Bruni, Rocha, Lima Filho, & Faria, 2012).

Já a assimetria informacional ocorre quando determinados agentes econômicos possuem mais informação do que sua contraparte, podendo ampliar em ambos o sentimento de desconfiança (Williamson, 1985), ou seja, nem todos os fatos são conhecidos entre o principal e o agente, resultando em informação incompleta (Hendriksen & Van Breda, 1999).

A redução ou a quebra da assimetria informacional pode ser destacada como uma das principais utilidades da informação contábil. Lopes e Martins (2007) mencionam que sem a existência de assimetria informacional a contabilidade não teria utilidade. Dessa maneira, os investidores, por não possuírem o mesmo nível informacional que os administradores, precisam de ferramentas independentes entre as partes para avaliar a real situação da companhia (Lopes & Martins, 2007). Hendriksen e Van Breda (1999) mencionam que a contratação de auditoria pode ser vista como uma das possíveis ações visando a mitigar os efeitos ocasionados pelo conflito de interesses na organização. À medida que ações e divulgações efetuadas pelo administrador passariam por uma revisão através de uma parte independente, aumentaria a garantia por parte dos investidores de que seus interesses estariam alinhados com os interesses do administrador.

A auditoria tem função de monitoramento dos contratos estabelecidos nas relações entre os agentes (Pereira *et al.*, 2012), procurando reduzir a assimetria informacional entre as partes, atestando a fidedignidade das demonstrações da empresa que estão sendo divulgadas, e comprovando que elas foram elaboradas de maneira correta (Lopes & Martins, 2007).

No entanto, para Kiss, Fulop e Cordos (2015) existe um problema quanto à forma como os usuários percebem e interpretam o relatório e o trabalho da auditoria. Na visão dos autores, é preciso explicar que os auditores não conseguem “prever” situações, eliminando qualquer tipo de risco sobre a entidade auditada, mas sim apenas expressar uma opinião baseada em normas e critérios de trabalho. Muitos usuários têm uma visão equivocada do relatório dos auditores por considera-lo uma espécie de “garantia”, que pode defendê-los contra qualquer aspecto de natureza financeira ou de risco. Contudo, é certo que o auditor independente exerce um papel

relevante nos mercados de capitais ao monitorar a administração e proteger os interesses dos investidores por meio de uma avaliação independente nas demonstrações financeiras de companhias abertas (Niyama, Costa, Dantas, & Borges, 2011; Reid, Carcello, Li, & Neal, 2015).

A independência mostra-se como a base profissional do auditor devendo ele ser objetivo, neutro e independente (Boynton, Johnson, & Kell, 2002). Assim, a independência da auditoria mostra-se como um importante elemento no mercado de capitais por prezar pela qualidade das informações contábeis. Isso assegura que uma parte independente dos *shareholders* ateste que os demonstrativos contábeis foram preparados de maneira adequada pelos administradores da companhia (Ojo, 2008).

Estudos como os de Santos e Grateron (2003), Newman, Paterson e Smith (2005) destacaram a importância da auditoria para os usuários das demonstrações financeiras, pois serve de instrumento de proteção aos usuários dos demonstrativos contábeis, e permite tomar decisões com maior confiança. A própria NBC TA 200 também defende essa posição, afirmando que o objetivo da auditoria é justamente aumentar o grau de confiança nas demonstrações contábeis para com seus usuários (CFC, 2016).

No entanto, Gray *et al.* (2011) e Mock *et al.* (2013) relatam que alguns estudos os quais foram feitos visando a avaliar a importância da divulgação do relatório de auditoria nos mercados de capitais concluíram que tal relatório em seu modelo tradicional, possuía pouco valor informacional aos investidores, sendo que esses usuários o utilizavam basicamente para verificar se os auditores emitiram opinião qualificada ou não qualificada sobre as demonstrações financeiras.

Esse conjunto de elementos, aliado à crise do *subprime* em 2008 e à constatação de que o modelo de relatório de auditoria usado até então não evoluiu significativamente ao longo do tempo, provocaram reação de órgãos reguladores, como o *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) nos Estados Unidos, *Financial Reporting Council* (FRC) no Reino Unido, além do *International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB). Discussões com investidores, auditores, preparadores de demonstrações contábeis e outros usuários das demonstrações financeiras e do relatório do auditor independente foram promovidas pelo PCAOB, visando a entender quais elementos de fato eram importantes para tornar o relatório do auditor independente mais informativo e útil (PCAOB, 2013).

Os investidores mencionaram que o relatório de auditoria transmitia poucas informações específicas da empresa, e que os auditores, por possuírem informações privadas a respeito dos trabalhos de auditoria executados na companhia, poderiam fornecer seus “*insights*” em relação

ao trabalho executado, tornando o relatório de auditoria mais útil e relevante aos usuários, uma vez que eles teriam uma melhor perspectiva com relação aos riscos potenciais de distorções relevantes nos demonstrativos financeiros auditados (PCAOB, 2013).

Assim, a conclusão foi de que o relatório do auditor independente deveria sofrer alterações com vistas a melhorar seu valor informacional e sua relevância para com os usuários (PCAOB, 2013). O produto final dessas discussões foi a edição de novas normas internacionais de auditoria (ISA – *International Standards Auditing*) emitidas pelo IAASB no início do ano de 2015, sendo que dentre essas novas normas destaca-se a Norma ISA 701 – *Communicating Key Audit Matters in The Independent Auditor's Report*.

Buscando atender à demanda por relatórios de auditoria mais informativos, órgãos normativos de todo o mundo já implementaram ou estão em processo de implementação de um modelo expandido de relatório de auditoria (Lennox, Schmidt, & Thompson, 2017), contemplando não apenas a Norma ISA 701 como também outras normas e alterações de normas já existentes.

Em 2013, o Reino Unido foi a primeira jurisdição a adotar o modelo expandido de relatório de auditoria, antes mesmo de existir qualquer norma internacional a respeito. Não apenas nessa jurisdição mas por todo o mundo da auditoria, o FRC tem sido um órgão importante no desenvolvimento do relatório de auditoria, emitindo, em janeiro de 2016, uma análise acerca da implantação do relatório expandido de auditoria, tomando como base as maiores companhias listadas, e reportando oportunidades de melhoria, aprendizados, além da percepção dos usuários sobre as alterações promovidas no Reino Unido, tendo mostrado que, os investidores viram de maneira positiva as alterações e valorizaram as informações divulgadas (FRC, 2016).

Em 2014, a Holanda também implementou o novo modelo de relatório de auditoria (Oliveira, 2015). Já no Brasil, as alterações foram replicadas em junho de 2016, ficando conhecidas por Novo Relatório do Auditor Independente (NRA). Os *Key Audit Matters* (KAM) ficaram conhecidos como Principais Assuntos de Auditoria (PAA), sendo essa a denominação utilizada doravante neste trabalho.

Em outubro de 2017, nos Estados Unidos, a *Security Exchange Commission* (SEC) aprovou a nova norma PCAOB 3101, que também faz alterações relevantes no modelo de relatório de auditoria, dentre elas, a obrigatoriedade da inclusão dos PAA nos relatórios de auditorias de demonstrações contábeis de exercícios fiscais encerrados a partir de 30 de junho de 2019. Essa norma ganha destaque pois, conforme a PricewaterhouseCoopers (2017),

representa a primeira mudança significativa no formato do relatório do auditor independente em mais de 70 anos.

Os PAA são os assuntos de maior relevância encontrados pelo auditor durante os trabalhos de auditoria das demonstrações contábeis da companhia, sendo que eles são determinados conforme o julgamento do profissional que realizou os trabalhos de auditoria da companhia. A comunicação dos PAA no relatório do auditor independente “visa tornar o relatório de auditoria mais informativo ao dar maior transparência sobre a auditoria realizada” fornecendo informações adicionais aos usuários das demonstrações contábeis, auxiliando-os a entender os assuntos de maior importância durante os trabalhos de auditoria (IAASB, 2015).

No entanto, as novas divulgações podem não ser relevantes aos investidores, uma vez que eles podem já ter sido informados antes da divulgação do relatório de auditoria sobre tais assuntos, assimilando o conteúdo por meio de outros meios de divulgação. Dessa maneira, apesar de a informação no relatório do auditor independente referenciar riscos significativos, estes podem trazer conteúdo que não é novo, e, portanto, resultar em divulgações que não sejam informativas aos usuários (Lennox *et al.*, 2017).

Nesse sentido, alguns estudos como os de Dobija, Cieslak, & Iwuc (2016); Reid *et al.* (2015); Lennox *et al.* (2017); Bédard, Besacier, & Schatt (2014); Christensen, Glover, & Wolfe (2014), entre outros foram desenvolvidos com o objetivo de avaliar os efeitos provocados pela divulgação das informações constantes no novo modelo de relatório junto ao mercado de capitais, investidores e empresas de auditoria.

Reid *et al.* (2015) buscaram encontrar evidências a respeito da utilidade do novo relatório de auditoria como fonte de informação para os investidores, utilizando como *proxy* o retorno anormal dos negócios para uma amostra de companhias do Reino Unido. Os achados do trabalho indicaram que, após a implantação do novo relatório de auditoria, o volume anormal de negócios aumentou. No entanto, os estudos de Lennox *et al.* (2017); Bédard *et al.* (2014); Gutierrez, Meza, Tatum e Vulcheva (2016); Boolaky e Quick (2016); Czerney, Schmidt e Thompson (2017) apontaram pouca ou nenhuma evidência em relação à relevância do novo relatório de auditoria independente para a tomada de decisão dos investidores.

Dessa maneira, os resultados das pesquisas sobre o tema ainda são controversos, não estando claros os efeitos ocasionados pela divulgação da nova norma, necessitando, portanto, de mais pesquisas sobre o tema em outros contextos de mercado, buscando avaliar a relevância dos PAA para os investidores.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Diante do contexto e problematização apresentados anteriormente, surge a seguinte questão de pesquisa: **Qual é o impacto da divulgação dos Principais Assuntos de Auditoria (PAA), contido no Relatório do Auditor Independente no mercado acionário brasileiro?**

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo geral deste estudo consiste em verificar se há influência da divulgação dos Principais Assuntos de Auditoria (PAA) no retorno das ações negociadas no mercado acionário brasileiro para as companhias não financeiras constantes no índice IBrX 100 da Brasil Bolsa Balcão – B3.

1.3.2 Objetivos específicos

Os objetivos específicos deste trabalho são:

- a) Categorizar os Principais Assuntos de Auditoria (PAA) constantes no Novo Relatório do Auditor Independente;
- b) Identificar e calcular os retornos anormais das ações das empresas em estudo;
- c) Verificar se a divulgação dos PAA no Novo Relatório do Auditor Independente trouxe conteúdo informacional relevante no ambiente de mercado acionário brasileiro;
- d) Verificar se a divulgação dos PAA no Novo Relatório do Auditor Independente foi capaz de provocar efeitos anormais nos retornos das ações das empresas em estudo;
- e) Verificar se determinadas classes de PAA têm mais (menos) relevância informacional no ambiente de mercado acionário brasileiro.

1.4 JUSTIFICATIVA

Apesar de no Brasil o Novo Relatório do Auditor Independente ser um tema relativamente novo, uma vez que sua obrigatoriedade iniciou-se apenas para a auditoria das demonstrações financeiras findas a partir de 31 de dezembro de 2016, na Europa e Estados Unidos o tema já é discutido há alguns anos, tendo sido objeto de estudo em alguns trabalhos que abordaram o tema. Os resultados, no entanto, ainda são mistos em relação às evidências de relevância das informações do relatório de auditoria para os usuários (Lennox *et al.*, 2017). Assim, o tema ainda permanece controverso, necessitando de mais pesquisas em novos ambientes informacionais para a obtenção de conclusões mais sólidas a respeito do assunto.

Alguns trabalhos que tentaram correlacionar os PAA divulgados no novo relatório do auditor independente com a decisão de investimento por parte dos investidores encontraram resultados positivos nessa relação, tendo obtido alguma significância quando analisado o volume anormal de negociação das ações (Reid *et al.*, 2015), ou então em pesquisas do tipo experimental (Christensen *et al.*, 2014; Kachelmeier, Schmidt, & Valentine, 2016; Doxey, 2014).

No entanto, pesquisas como de Bédard *et al.* (2014); Lennox *et al.* (2017); Gutierrez *et al.* (2016), além de Boolaky e Quick (2016), não encontraram evidências significativas de que a evidenciação dos PAA pudesse trazer conteúdo informacional útil aos investidores e outros usuários das demonstrações contábeis.

Essas pesquisas trabalharam com os PAA de maneira não detalhada, utilizando como *proxy* a quantidade de PAA demonstrada no relatório de auditoria, ou então efetuando agrupamentos grandes envolvendo grupo de contas macro da demonstração financeira. Dessa forma, o presente trabalho, ao analisar detalhadamente cada categoria de PAA relacionando-os às notas explicativas das demonstrações financeiras (ou fora dela quando o PAA não fazer referência a uma nota explicativa propriamente dita), fornece uma contribuição adicional à literatura sobre o tema, podendo oferecer indícios de que PAA relacionados a alguns sub-grupos de contas possam fornecer conteúdo informacional útil aos investidores.

Apesar de órgãos reguladores enfatizarem de maneira antecipada à adoção das regras que a nova norma de divulgação com os pontos de risco de auditoria trará mais informações aos usuários, é possível que tais divulgações nas demonstrações financeiras não sejam significativamente informativas por não trazerem divulgações de riscos relevantes para os usuários nas demonstrações financeiras auditadas (Lennox *et al.*, 2017). Assim, são necessárias

mais evidências empíricas a respeito da relevância com que os usuários percebem essas alterações.

Sendo assim, do ponto de vista empírico, este estudo justifica-se no sentido de contribuir com as recentes e ainda poucas pesquisas existentes na literatura relacionadas ao tema, fornecendo evidências quanto aos efeitos ocasionados pela adoção e divulgação dos PAA no novo relatório do auditor independente em um novo ambiente, que é o mercado de capitais brasileiro o qual adotou a nova norma recentemente.

Ainda em relação ao ponto de vista empírico, a presente pesquisa justifica-se no sentido de avaliar se as informações relativas aos PAA constantes no novo relatório do auditor independente no mercado acionário brasileiro trouxeram conteúdo informacional relevante, cumprindo com o papel teórico da divulgação financeira no sentido de trazer informações úteis à tomada de decisões racionais pelos usuários.

Por ser um ambiente cuja adoção do novo modelo de relatório passou a ser obrigatória recentemente, no Brasil este tema pode ser considerado bastante atual, praticamente não existindo pesquisas a respeito no país, demonstrando seus efeitos no mercado acionário brasileiro. Dessa forma, a pesquisa justifica-se também pelo seu caráter inovador no contexto brasileiro de exploração ao tema.

Em termos práticos e sociais, o estudo justifica-se ao buscar verificar se, no ambiente de mercado acionário brasileiro, a divulgação dos PAA foi assimilada de maneira positiva pelos usuários de informações financeiras, refletindo de fato em uma melhora informacional a esses agentes, contribuindo assim no seu processo de tomada de decisão, uma vez que passam a ter acesso à informações que até então ficavam ocultas nos papéis de trabalho do auditor responsável pela revisão das demonstrações contábeis e dos processos da companhia.

Por fim, o estudo justifica-se ainda por contribuir com os trabalhos desenvolvidos pela linha de pesquisa Contabilidade Financeira e Finanças do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, ao trazer evidências empíricas em relação ao comportamento no mercado de capitais frente à divulgação de informações pelas companhias brasileiras de capital aberto.

1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Esta pesquisa está organizada em cinco capítulos. No primeiro capítulo é apresentada a introdução da pesquisa, contendo a contextualização sobre o tema abordado além da problematização da pesquisa e demonstração dos objetivos e justificativas para o estudo.

Já no segundo capítulo, é apresentado o referencial teórico que servirá de base para a pesquisa, trazendo conceitos, metodologias e conclusões de estudos já elaborados sobre o Novo Relatório do Auditor Independente contemplando os PAA, e pesquisas realizadas principalmente em países que já adotaram o novo formato de divulgação de relatório de auditoria independente.

Os aspectos metodológicos utilizados na pesquisa, bem como a apresentação das variáveis utilizadas, procedimentos estatísticos empregados, procedimentos de coleta de dados, formação da amostra e descrição dos passos efetuados para testar a hipótese levantada nesta pesquisa são apresentados no terceiro capítulo deste estudo.

No quarto capítulo são demonstrados os resultados como sendo produto da pesquisa, e as análises sobre os resultados permitindo extrair conclusões acerca da aceitação ou não da hipótese trabalhada no estudo. Por fim, no quinto e último capítulo são apresentadas as conclusões e considerações finais relacionadas ao estudo, elencando os principais achados desta pesquisa e trazendo, inclusive, possíveis sugestões de pesquisas futuras sobre o tema.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo, é apresentada a base teórica utilizada como referência para a construção deste trabalho, subdividida em três seções. A primeira seção aborda o assunto Assimetria Informacional e a explanação sobre a Hipótese de Mercado Eficiente. A segunda seção é destinada à descrição da teoria sobre *Value Relevance*, observando a relevância que informações contábeis úteis exercem nos mercados de capitais. Por fim, a terceira seção é reservada para a apresentação de estudos que investigaram os efeitos da divulgação dos PAA em países onde a nova norma já foi adotada e, portanto, são tratados seus impactos nos diferentes mercados e na tomada de decisão por parte dos investidores além da apresentação e desenvolvimento da hipótese de pesquisa deste trabalho.

2.1 ASSIMETRIA INFORMACIONAL E HIPÓTESE DE MERCADOS EFICIENTES

O relacionamento entre principal e agente é objeto de estudo da Teoria da Agência, a qual se preocupa em analisar os conflitos e custos resultantes da segregação entre propriedade e controle (Fama, 1980), sendo que essa relação pode ser definida como sendo um contrato em que uma pessoa (principal) envolve outra pessoa (agente) para a realização de atividades em seu nome, delegando autoridade de decisão para a tomada de decisões ao agente para que ele execute as atividades e tome decisões em nome do principal (Jensen & Meckling, 1976).

Dessa maneira, pode-se dizer que a empresa é formada por um conjunto de contratos formais ou até mesmo informais estabelecidos entre os agentes econômicos, os quais, por possuírem algum tipo de interesse na empresa, contribuem com algo para o seu processo produtivo esperando receber algo em troca como contrapartida por essa contribuição (Watts e Zimmerman, 1986). Assim, existe uma relação caracterizada pela reciprocidade entre as partes, em que o adequado funcionamento da empresa é fator dependente do equilíbrio com que esses contratos são estabelecidos entre as partes (Lopes & Martins, 2007).

No entanto, nem sempre esses contratos estarão em equilíbrio visto que nessa relação poderão surgir problemas entre principal e agente como, por exemplo, a assimetria informacional. De modo simplificado, a assimetria informacional ocorre quando um dos agentes econômicos possui mais informações do que sua contraparte (Williamson, 1985), e surge porque o principal não é capaz de monitorar as competências, intenções, conhecimento e ações do agente, ou quando ele consegue monitorá-las, mas o custo envolvido é muito alto inviabilizando o procedimento (Saam, 2007).

Lopes e Martins (2007) descrevem que a assimetria informacional também pode ser observada quando agentes participantes de um mercado possuem níveis informacionais diferentes entre si a respeito de alguma característica ou detalhes de algum ativo que esteja em negociação. Dessa maneira, em um ambiente em que existam dois agentes que se relacionam entre si, sendo que um deles possui maior nível informacional do que sua contraparte, esse cenário pode aumentar em ambos o sentimento de desconfiança entre eles (Williamson, 1985). Esse cenário em que nem todos os fatos são conhecidos entre principal e agente resulta em informação incompleta (Hendriksen & Van Breda, 1999).

Para o bom funcionamento dos mercados financeiros, a redução da assimetria informacional entre os agentes participantes desses mercados é fundamental (Lopes & Martins, 2007). Verrecchia (2001) descreve que, em um contexto de mercado de capitais, quanto maior for a disparidade de informações entre o administrador da companhia e o mercado, mais grave será o problema de assimetria informacional. É nesse contexto que fica evidente o objetivo da própria contabilidade, estando ligada diretamente à existência de problemas de informação entre principais e agentes, sendo um importante instrumento para auxiliar na redução da assimetria informacional entre os agentes econômicos (Lopes & Martins, 2007).

Um dos principais papéis da contabilidade é a prestação de informações úteis sobre as entidades aos mais variados usuários das informações contábeis, contribuindo para a redução da assimetria informacional, minimizando os conflitos de agência e proporcionando uma alocação de recursos mais adequada, tendo assim um papel relevante na eficiência do mercado de capitais (Paulo, 2007), resultando na redução do custo de agência (Pereira *et al.*, 2012).

Na tentativa de quebra de assimetria informacional, agentes econômicos buscam meios para tomar decisões de maneira assertiva dando maior confiabilidade às informações. Assim, intermediários informacionais, além da própria contabilidade - como, por exemplo, auditores, agências de rating, órgãos reguladores, analistas de mercado - atuam no mercado na tentativa de redução ou quebra de assimetria informacional entre administradores e acionistas (Lopes & Martins, 2007; Paulo, 2007).

A auditoria é um exemplo de ente envolvido no processo econômico que tem função de monitoramento dos contratos estabelecidos entre os agentes (Pereira *et al.*, 2012), atuando como intermediária informacional, uma vez que seus trabalhos visam a fornecer uma opinião, conferindo a veracidade das informações contábeis que estão sendo divulgadas aos investidores (Lopes & Martins, 2007). Então, os auditores atuam como ferramentas informacionais, agindo em favor dos investidores (pois esses não possuem o mesmo nível de acesso informacional a respeito da companhia como os administradores que estão à frente dos negócios diariamente),

trabalhando na redução da assimetria informacional entre esses agentes e exercendo um papel importante no mercado de capitais na questão de monitoramento da administração das companhias (Niyama *et al.*, 2011; Lopes & Martins, 2007; Reid *et al.*, 2015).

Conforme observa Paulo (2007), existe consenso de que entidades com informações contábeis auditadas apresentam melhor conteúdo informacional gerando aumento em seus benefícios econômicos, pois acredita-se que tais informações estão menos sujeitas a erros ou distorções do que aquelas informações que não foram auditadas, servindo assim de instrumento eficiente para predição de fluxos de caixa, e identificação de oportunidades e riscos do negócio. Logo, espera-se que os auditores adicionem valor ao conteúdo informacional reportado.

O próprio custo da informação em alguns contextos acaba acentuando a assimetria informacional em um mercado de capitais. Lopes e Martins (2007) mencionam que, diferentemente dos investidores individuais, os agentes ligados a investidores institucionais possuem recursos financeiros para investir na aquisição de informações e, desse modo, têm nível informacional maior do que investidores individuais. Isso é verificado principalmente em mercado de capitais de países que seguem o sistema de direito romano (*code law*), nos quais informações tendem a fluir em canais privados, onerando assim o seu acesso e tornando-se mais custosa a sua obtenção, reduzindo o *disclosure* (Lopes & Martins, 2007).

Segundo Myers e Majluf (1984), se o problema da assimetria informacional não puder ser tratado de forma eficiente, a companhia concluirá que o custo para recorrer a fontes de financiamento, tais como fazer uma oferta pública de ações ou dívida para os atuais acionistas, será muito alto. Isso decorre justamente pela falta de informações que o mercado terá a respeito da entidade.

Nesse sentido, quando ocorre o problema da assimetria informacional, impossibilitando o acesso de informações pelos agentes que operam no mercado, a consequência poderá ser sentida na variação dos preços das ações da companhia. Myers e Majluf (1984) relatam que, em situações em que os investidores possuem menor nível informacional sobre a empresa, o preço das ações tende a ser subavaliado pelo mercado.

Dessa maneira, a chegada de novas informações a todo momento, afetando a avaliação dos investidores que atuam em um mercado eficiente, tem como consequência a mudança contínua nos preços das ações (Ross, Westerfield & Jordan, 2002), refletindo no preço dos títulos o conteúdo informacional divulgado.

Apesar de existirem estudos anteriores a respeito do entendimento da variação nos preços das ações como resposta à divulgação de informação, como por exemplo Samuelson (1965), foi com o trabalho de Fama (1970) que a Hipótese de Mercado Eficiente (HME) ganhou

maior robustez, possibilitando o desenvolvimento de estudos na área de Finanças, a partir da década de 60, que tinham como foco o comportamento do mercado de capitais.

A HME possui uma relação íntima com o desenvolvimento dos mercados de capitais uma vez que está correlacionada com divulgação informacional mais eficiente, reduzindo assim a assimetria informacional com maior acesso às informações relevantes, resultando em uma precificação mais justa dos ativos por parte dos investidores (Camargos & Romero, 2006).

A contabilidade possui como função social a disseminação de informações contábeis relevantes de forma rápida a todos os seus usuários, evitando, com isso, a alocação ineficiente de recursos (Hendriksen & Van Breda, 1999). O surgimento da HME proporcionou à contabilidade efetuar testes os quais visavam entender se os números contábeis continham ou não conteúdo informacional relevante para o mercado de capitais (Iudícibus & Lopes, 2004). Esses resultados acabaram contribuindo para uma mudança quanto à abordagem da contabilidade, migrando-se de um enfoque normativo para um enfoque pragmático, baseando-se nos efeitos ou na relevância com que as informações contábeis são percebidas por usuários externos.

Dessa forma, a informação e a variação nos preços das ações são as bases fundamentais dessa teoria, assumindo-se que novas informações divulgadas impactarão no preço das ações, uma vez que investidores utilizarão as informações para guiar suas escolhas nas tomadas de decisões.

A HME, segundo Iudícibus e Lopes (2004), tem como objetivo identificar e mensurar o impacto exercido pelas informações contábeis nos preços dos ativos financeiros, auxiliando no entendimento dos efeitos com que as informações que são consideradas relevantes exercem nos preços dos ativos. Assim, a lógica da HME está centrada na hipótese afirmativa de que os preços dos ativos refletirão todas as informações disponíveis no mercado sobre a companhia, sendo que informações novas a respeito de tal companhia afetarão os preços das ações (Camargos & Romero, 2006). Então, no momento em que essas informações estiverem disponíveis aos usuários, sendo elas boas ou ruins, haverá um movimento por parte dos investidores resultando na precificação dos ativos, proporcionando uma alocação mais adequada dos recursos.

Segundo Fama (1970), diz-se que um mercado é eficiente quando os preços dos títulos obtidos nesse mercado em qualquer momento refletem plenamente as informações disponíveis. Dessa maneira, não existe a possibilidade de auferir retornos anormais baseado em um conjunto de informações em um mercado de capitais eficiente, uma vez que nenhuma informação relevante é ignorada pelo mercado a ponto de sua divulgação não estar refletida nos preços das ações.

Segundo Iudícibus e Lopes (2004), a HME implica em um equilíbrio nos preços de mercado, presumindo que todos os agentes possuem o mesmo nível informacional, mesma capacidade de interpretar e precificar as informações, além de terem a mesma aversão ao risco. Assim, a HME tem como pressuposto a alteração dos preços das ações em função do momento imediato da divulgação de informações relevantes aos usuários do mercado.

Vários são os fatores que acabam influenciando nos preços dos ativos no mercado de capitais. Camargos e Romero (2006) destacam que essas alterações nos preços dos ativos, além de depender de vários eventos ou da relevância da informação, são também influenciadas pelo *timing* com que a informação demora para ser incorporada ao preço do ativo pelo mercado, e pelo próprio contexto de mercado em que se está inserido.

A assimetria informacional entre os usuários das informações em um mercado de capitais tem papel importante na constatação de eficiência de mercado e precificação correta de ativos. Segundo Belo e Brasil (2006), um mercado é considerado eficiente quando existirem informações suficientes para que os investidores tomem suas decisões, configurando-se assim em um ambiente em que inexistente assimetria informacional, resultando em uma correta precificação dos ativos. Quando existir assimetria informacional, o mercado não precificará adequadamente os ativos ou ajustará de maneira tardia tais preços.

A seguir, é apresentado um paralelo de como ocorre a reação do mercado à divulgação de informação contábil em ambiente cujo mercado seja eficiente, e em ambiente não eficiente.

Quadro 1: Resposta do preço à informação contábil

Eficiência do Mercado Informação Contábil	Mercado eficiente	Mercado não eficiente
Relevante	A resposta é rápida e imediata. O mercado é capaz de avaliar notas explicativas e outras evidências complexas como derivativos, pensões etc.	A resposta não é rápida. O mercado não avalia a informação nem é capaz de interpretar evidências mais complexas
Irrelevante	Sem reação	Inconsistente

Fonte: Iudícibus e Lopes, 2004.

Portanto, se uma informação considerada relevante para a tomada de decisões dos usuários for disponibilizada em um mercado eficiente, esse fato fará com que haja uma resposta rápida e imediata na variação dos preços das ações, uma vez que os agentes inseridos nesse mercado possuem capacidade de interpretar tais informações. Já o mesmo não acontece em mercados não eficientes, tendo em vista que a resposta a essas informações, não é rápida e o mercado não avalia adequadamente a informação (Iudícibus & Lopes, 2004).

Assim, os preços dos ativos devem refletir totalmente as informações disponíveis, alcançando de forma rápida o novo preço de equilíbrio. Dessa maneira, nenhuma informação que seja considerada relevante, afetando, portanto, as expectativas dos investidores sobre esse ativo, passará despercebida pelo mercado, uma vez que o conteúdo informacional divulgado estará absorvido nos seus novos preços (Hendriksen & Van Breda, 1999; Iudícibus & Lopes, 2004). A HME, por levar em consideração a racionalidade dos investidores presentes no mercado, tem como presunção o fato de que os preços atuais dos ativos representam o valor presente dos fluxos de caixa futuros gerados por esse ativo.

A eficiência, segundo Hendriksen e Van Breda (1999), pode ser classificada em duas partes: uma delas está relacionada à velocidade com que o mercado reage quando divulgada a informação; e a outra está ligada à reação de mercado que seria adequada frente à divulgação de determinada informação. Quanto à velocidade de reação do mercado, as pesquisas já trazem resultados consolidados no entendimento de que os mercados reagem de forma rápida, e em algumas vezes até se antecipam em relação à divulgação de novas informações. Já em relação à adequação da reação do mercado, busca-se explicar qual seria a reação adequada frente à divulgação, no entanto, os resultados das pesquisas nesse ponto de vista ainda não estão consolidados, uma vez que existem vários usuários em um ambiente de mercado de capitais, sendo eles heterogêneos, com opiniões diferentes acerca da divulgação de cada informação.

Fama (1970) relaciona que existem três formas distintas de classificação da HME: Forma Fraca, Forma Semiforte e Forma Forte. A diferença entre essas formas está na maneira como a informação irá refletir nos preços das ações (Ross *et al.*, 2002).

A forma forte de eficiência de mercado sugere que todas as informações de todos os tipos, desde que sejam relevantes, estejam refletidas nos preços das ações, sendo que neste modelo não existirá nenhum tipo de informação privada que não esteja refletida nos preços das ações (Ross *et al.*, 2002; Hendriksen & Van Breda, 1999). Assim, os preços dos títulos refletirão completamente tanto informações disponíveis publicamente quanto informações privadas, praticamente inexistindo assimetria informacional entre os agentes do mercado de capitais.

A HME em sua forma semiforte sugere que todas as informações públicas disponíveis estão refletidas nos preços das ações de maneira não viesada e no momento exato em que elas são divulgadas, incluindo informações e histórico de preços atuais e passados, porém, excluindo informações privadas (Hendriksen & Van Breda, 1999). Já a forma fraca da HME, conforme Ross *et al.* (2002), ocorre quando o mercado é capaz de incorporar no preço atual da ação a informação contida nos preços passados desse ativo, sendo considerada, segundo Rabelo Junior e Ikeda (2004), a forma menos exigente em termos de eficiência em um mercado financeiro.

Ao revisar seu próprio trabalho, Fama (1991) propõe alterações na nomenclatura das formas de eficiência de mercado, conforme abaixo:

Quadro 2: Formas de eficiência de mercado

Classificação Antiga	Característica	Classificação Nova
Forma Fraca	O mercado incorpora completamente as informações sobre os preços passados dos títulos. Isto é, retornos anormais (acima da média de mercado) não poderiam ser obtidos com base nas expectativas de que os preços passados são bons sinalizadores dos preços futuros.	Previsibilidade de Retornos Passados
Forma Semiforte	Os preços refletem não apenas o histórico do comportamento dos preços, como também toda informação pública, tais como balanços das companhias, notícias na imprensa, comunicados de fatos relevantes, etc.	Estudos de Evento
Forma Forte	Além das informações mencionadas anteriormente (histórico dos preços e informações públicas), os preços refletem as informações não públicas (privadas).	Testes de Informação Privada

Fonte: Adaptado de Fama (1991) *apud* Lima, 2008.

Damodaran (2007) menciona que uma das formas mais utilizadas nas pesquisas para testar a eficiência de mercado é o estudo de evento, cujo objetivo é analisar as reações do mercado e retornos anormais oriundos do processo de divulgação de informações através de eventos diversos, envolvendo desde a divulgação de informações específicas da própria empresa até anúncios macroeconômicos que poderão afetar a economia de maneira mais ampla.

2.2 VALUE RELEVANCE

O principal objetivo das demonstrações contábeis está relacionado à disponibilização de informações úteis para avaliações sobre as entidades, bem como para a tomada de decisões econômicas aos usuários (CPC, 2011). Dessa maneira, infere-se que as demonstrações contábeis fornecem um conjunto de informações financeiras e econômicas padronizadas, com o intuito de dar subsídios aos diversos tipos de usuários para suprir seus interesses informacionais.

No entanto, diversos são os usuários das informações contábeis e cada um dos grupos de usuários dessas informações possuem objetivos distintos em relação à divulgação financeira. Dessa maneira, o fato de elaborar relatórios únicos e com um grande volume de informações para atender a demanda de todos os usuários pode conter informações que poderiam ser irrelevantes, pois diriam respeito apenas a um grupo específico de usuários (Hendriksen & Van Breda, 1999).

Os usuários das informações contábeis necessitam estar em posse de informações que sejam úteis para servir como ferramentas que embasem suas escolhas para a tomada de decisão assertiva. Nesse sentido, o CPC (2011) define que uma informação contábil-financeira é considerada útil quando atende aos quesitos de relevância, materialidade e fidedignidade. Dessa maneira, é possível estabelecer que a relevância da informação contábil é característica qualitativa fundamental.

A relevância de uma informação pode ser entendida como a “capacidade que a informação teria de fazer diferença em uma decisão”, envolvendo escolhas e tomadas de decisões dos usuários, ajudando-os a avaliar as ações que foram tomadas no passado e no presente e, assim, formar opiniões que possam confirmar ou corrigir suas expectativas futuras (FASB, 1980). Desse modo, serve como ferramenta de poder preditivo uma vez que melhora a habilidade dos usuários em fazer previsões acerca dos fatos, e reduz o ambiente de incerteza sobre o futuro (Iudícibus & Lopes, 2004).

Os estudos sobre a divulgação de conteúdo informacional (*value relevance*) das informações contábeis são uma das principais vertentes da abordagem positiva da contabilidade (Scherer, 2006), sendo que esses trabalhos, em sua maioria, visam a analisar os efeitos com que o conteúdo informacional divulgado pela contabilidade exerce nos mercados de capitais e nos diversos *stakeholders* para a tomada de decisões. Esses estudos têm como base os preceitos da Hipótese de Mercado Eficiente (Iudícibus & Lopes, 2004), pressupondo que os preços das ações irão refletir toda informação que seja relevante e esteja disponível, fazendo com que os preços das ações ajustem-se em função de um conjunto de informações (Fama, 1970).

Desde a década de 60, o tema *value relevance* da informação contábil vem sendo estudado e ganhando importância, na medida em que esforços têm sido empreendidos para procurar entender qual é o reflexo da divulgação das informações nos preços das ações nos mercados de capitais. Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) estão entre os trabalhos considerados pioneiros nesse tema, os quais tentaram associar a divulgação de informações contábeis com o comportamento dos preços das ações, concluindo que a disponibilização de informações contábeis possuía capacidade informacional em mercados de capitais. Esses trabalhos, inclusive, podem ser considerados como referência na mudança de ênfase da contabilidade, a qual seguia um viés normativo focando mais na prescrição de práticas contábeis, para posteriormente seguir um viés pragmático preocupando-se com o efeito com que a divulgação das informações contábeis exercerá na tomada de decisão dos usuários e investidores.

Em uma das definições de *value relevance*, trazida por Francis e Schipper (1999), os autores descrevem que uma informação contábil pode ser relevante se for capaz de fazer com que os investidores a levem em consideração no processo de precificação dos títulos, fazendo com que revisem suas expectativas e, conseqüentemente, revisem a precificação desse título. A importância da informação para a tomada de decisão também é destacada por Hendriksen e Van Breda (1999), ao afirmarem que, para que os dados contábeis sejam relevantes para os investidores fazerem suas escolhas, eles precisam servir de insumo para os modelos de tomada de decisão desses investidores.

Segundo Lopes e Martins (2007), a relevância do conteúdo informacional da contabilidade está relacionada com o potencial com que a contabilidade possui para expor a realidade econômica da empresa, sendo que, do ponto de vista econômico e informacional, fundamenta-se em sua capacidade de divulgar informações com o intuito de estabelecer previsões de fluxos de caixa futuros, alterando as crenças e percepções do usuário das informações.

No estudo desenvolvido por Holthausen e Watts (2001), os autores definem a literatura sobre *value relevance* como sendo estudos que buscam analisar a associação entre o valor de mercado bem como suas alterações e os valores contábeis divulgados, e que possuam como objetivo avaliar e fornecer melhores subsídios de avaliação dos números contábeis e dos efeitos de normas contábeis. Nesse sentido, fica evidente para os autores que o foco é a avaliação e o desenvolvimento da contabilidade como instrumento de divulgação aos diversos usuários dessas informações.

Os autores sugerem, ainda, uma classificação dos trabalhos relacionados à *value relevance* em três categorias, conforme descrição a seguir:

- a) Estudos de associação relativa (*relative association studies*): investigam a associação entre os valores de mercado das ações (e suas alterações) e as variáveis contábeis alternativas. Esses modelos visam calcular e comparar os diferentes coeficientes de determinação (R^2) obtidos para o modelo no formato proposto e para o formato atual. Nessa comparação, aquele que apresentar maior R^2 é o modelo considerado mais relevante. Um exemplo citado por Holthausen e Watts (2001) é a adequação a uma nova norma de divulgação em detrimento de uma norma já existente;
- b) Estudos de associação incremental (*incremental association studies*): investigam se determinada informação contábil é útil para explicar o valor de mercado e o retorno

das ações, dado um conjunto com a presença de várias outras variáveis contábeis. Nesse sentido, Holthausen e Watts (2001) mencionam que a variável é considerada relevante se seu coeficiente de determinação (R^2) for significativamente diferente de zero;

- c) Estudos de conteúdo informacional marginal (*marginal information content studies*): investigam se uma variável contábil específica está associada a um aumento de poder informacional dos investidores, dessa forma, resultando em alterações nos preços (analisando uma janela temporal curta para avaliar os retornos), sendo essas alterações consideradas evidências de relevância informacional. Holthausen e Watts (2001) descrevem que, geralmente, para esse tipo de estudo, são utilizados estudos de eventos para avaliar se a informação disponibilizada é associada a alterações no valor da ação.

Muitos estudos sobre *value relevance* analisam a relevância das demonstrações financeiras sob a perspectiva do investidor, pois ele representa uma ampla classe de usuários das demonstrações financeiras (Barth, 2000). Uma definição de informação contábil relevante nessa perspectiva e que está mais ligada ao viés do investidor é trazida por Barth, Beaver e Landsman (2001), que mencionam que uma informação contábil é relevante para o mercado de capitais se tiver poder de impacto nos preços das ações desta companhia, estando assim significativamente associada ao valor de mercado das empresas.

Holthausen e Watts (2001) desenvolveram um estudo visando a analisar a literatura sobre *value relevance* desenvolvida entre os anos de 1972 e 2000, cuja amostra final resultou na análise da literatura sobre o tema, composta por 62 artigos. Segundo Scherer (2006), percebeu-se, em análise, que esses artigos tinham normalmente o objetivo de avaliar se as informações emanadas pela contabilidade eram relevantes aos investidores no mercado de capitais na tomada de suas decisões de investimento. Esses estudos fundamentavam-se em relações entre variáveis contábeis independentes e uma variável dependente (normalmente considerado o preço ou o retorno das ações), em que a relevância da informação contábil era estabelecida de acordo com o grau de significância estatística ou em função do coeficiente de correlação (R^2) entre essas variáveis.

No entanto, Holthausen e Watts (2001) criticam a forma como estudos sobre *value relevance* foram sendo desenvolvidos, afirmando que, em grande parte, a literatura sobre *value relevance* tem procurado avaliar a utilidade dos números contábeis com sentido de avaliação (tanto a avaliação de empresas por parte dos investidores como avaliação de retornos das ações),

contudo, essa é apenas uma das múltiplas funções que o relatório financeiro deve prover. Dessa maneira, os autores enfatizam, ainda, que os resultados de estudos sobre *value relevance* não são capazes de servir de base para que órgãos reguladores possam estabelecer normas de divulgação que se baseiem no interesse dos usuários nas demonstrações financeiras.

Holthausen e Watts (2001) também argumentam que a pouca utilidade dos estudos sobre *value relevance* deve-se ao fato de que eles estão concentrados nos investidores de capital, levando em consideração que esses são os únicos usuários das demonstrações financeiras, quando na verdade existem outros grupos de usuários igualmente interessados em tais divulgações, cada qual com interesses distintos. Segundo os autores, essa direção da pesquisa é contrária à proposta pelo FASB, que preconiza a disponibilização de informação relevante atendendo a interesses de grupos individuais (segregando investidores, credores, governo, etc.) e não genéricos, como a princípio foram sendo desenvolvidos os estudos sobre *value relevance*.

Scherer (2006) também destaca esse ponto ao mencionar que os estudos sobre *value relevance* que levam em conta a abordagem de associação concentram-se em analisar os efeitos do conteúdo informacional para apenas um único grupo de usuários das informações contábeis: os investidores. Dessa maneira, tomando como exemplo o mercado de capitais brasileiro, os resultados de pesquisas com essa abordagem acabam limitando-se a um número pequeno de empresas, que são apenas as que possuem ações negociadas na bolsa de valores.

Holthausen e Watts (2001) defendem que “o que é relevante para um usuário ou grupo de usuários, pode não ser relevante para outro”, com isso, a avaliação, levando-se em conta o preço das ações e suas alterações, podem não refletir a real necessidade informacional de grupos distintos que não os investidores. Os autores comentam que, por exemplo, credores financeiros estão mais interessados em avaliar a dívida, possibilidade de inadimplência e outras ações que visam a ter uma garantia de que receberão o valor emprestado novamente com a respectiva remuneração acordada, não estando tão interessados no lucro ou na avaliação patrimonial da empresa. Segundo os autores, os estudos sobre *value relevance* não são capazes de extrair essa diversidade entre os grupos utilizando como *proxy* o preço das ações bem como seu retorno, por isso, suscitando dúvidas quanto à relevância desses estudos para a utilização em algo mais concreto como uma proposta de uma criação de norma ou a criação de uma teoria.

No contexto de mercado de capitais brasileiro, o início das investigações sobre *value relevance* deu-se com o trabalho de Lopes (2001), que realizou estudo buscando investigar a intensidade que as informações contábeis exerciam no comportamento das ações das companhias negociadas na bolsa de valores de São Paulo, utilizando o modelo de Ohlson (1995). Os resultados mostraram que as informações de patrimônio líquido e de lucro líquido

eram informações relevantes, e possuíam maior poder de explicar os preços das ações do que o modelo de dividendos descontados. Posteriormente, Sarlo Neto (2004) também concluiu que as informações contábeis referentes ao lucro das empresas tinham relação com a variação dos preços das ações preferenciais, confirmando a relevância das informações contábeis na tomada de decisão dos investidores.

Em termos de divulgação de demonstrações contábeis, Rezende, Dalmácio e Nilsen (2010) investigaram se as informações relacionadas a passivos contingentes possuíam relevância informacional para a tomada de decisão dos investidores. Concluíram que essas informações eram relevantes para os investidores, e que elas foram associadas negativamente ao preço das ações.

2.3 PESQUISAS ANTERIORES SOBRE OS PRINCIPAIS ASSUNTOS DE AUDITORIA (PAA) E DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DE PESQUISA

Diversos trabalhos foram realizados nos últimos anos buscando avaliar os efeitos ocasionados nos diferentes ambientes de mercado pela divulgação do conteúdo informacional constante no novo relatório de auditoria. No entanto, os resultados a respeito desses estudos envolvendo a relevância percebida pelos usuários em relação à tais divulgações são mistos (Lennox *et al.*, 2017). Portanto, isso faz com que esse campo de estudo ainda possa ser explorado em pesquisas sobre o tema.

Levando em conta a novidade do assunto no meio contábil e de auditoria, Mock *et al.* (2013) realizaram um estudo bibliográfico e trouxeram uma síntese a respeito de pesquisas relacionadas ao assunto relatório de auditoria as quais foram publicadas até 2011, embora nessa data mudanças substanciais no relatório de auditoria ainda não estivessem bem estruturadas pelos órgãos normativos (Bédard, Coram, Espahbodi, & Mock, 2016). Os resultados dessas pesquisas concluíram que os investidores desejavam mais informações relevantes nos relatórios de auditoria, dessa forma, podendo adicionar potencialmente valor a esse relatório uma vez que a preferência dos usuários em relação às informações era relacionada a risco, materialidade e outros aspectos em torno da auditoria. Com isso, o relatório de auditoria em seu formato tradicional já sofria críticas com relação a sua forma, conteúdo e pouco valor informativo para os investidores (Mock *et. al.*, 2013).

Doxey (2014) efetuou um estudo com objetivo de avaliar os efeitos provocados pela divulgação da opinião quanto às estimativas fornecidas pelo auditor sobre as demonstrações contábeis para com os usuários dessas demonstrações. Para a operacionalização do estudo,

utilizou como amostra estudantes de MBA nos Estados Unidos como *proxy* para simular ação de investidores não profissionais. O autor encontrou evidências positivas que sugerem que a divulgação de estimativas fornecidas pelo auditor aumenta a relevância da informação contida nos relatórios de auditoria para a tomada de decisões de investimento pelos usuários. O estudo concluiu ainda que, quando as estimativas da empresa são muito otimistas e os auditores expressam opinião em desacordo com essas estimativas, os investidores são menos propensos a investir na empresa, e entendem o relatório financeiro apresentado nessa situação como sendo de menor qualidade.

Christensen *et al.* (2014) realizaram um estudo com o objetivo de analisar o efeito exercido pelas *Critical Audit Matters* – CAM (denominação essa que na sequência deste trabalho será substituída por PAA) na decisão de investimento por parte de investidores não profissionais. Para tanto, utilizaram como amostra ex-alunos da escola de negócios de uma grande universidade pública dos Estados Unidos, os quais relataram ser investidores individuais em ações e que costumam avaliar os dados financeiros das empresas. Os achados evidenciaram que esses investidores eram mais propensos a alterar as suas decisões de investimento quando lhes era apresentado um relatório da auditoria contendo parágrafos evidenciando PAA do que em relação à situação em que recebiam um relatório de auditoria tradicional, sem o detalhamento dos PAA.

Kohler, Ratzinger-Sakel e Theis (2016) também realizaram um estudo com o objetivo de testar o valor comunicativo dos PAA para com investidores. Sua amostra era composta de investidores profissionais e também investidores não profissionais (sendo 82% deles alemães) selecionados através de pesquisa na internet. Com relação a investidores não profissionais, os achados do estudo apontaram que esse tipo de investidor possui dificuldades na interpretação da informação transmitida através dos PAA, dessa maneira, para eles, os PAA possuem pouco valor informacional estando em linha com os achados de Christensen *et al.* (2014). No entanto, para investidores profissionais, os achados dos autores evidenciam que esse grupo considera os PAA como relevantes, alterando suas percepções em relação à situação econômica da empresa, sendo, portanto, úteis para a decisão de investimento.

Já Brasel, Doxey, Grenier e Reffett (2016) pesquisaram se, na visão dos usuários das demonstrações financeiras, a divulgação de PAA aumentaria a responsabilidade do auditor perante a eclosão de casos de problemas de auditoria com diferenças materiais sendo evidenciadas. O estudo considerou uma amostra com 528 participantes. Os achados encontraram evidências de que a divulgação dos PAA pelos auditores possui maior capacidade de atuar como elemento de defesa do auditor perante as acusações de negligência de sua atuação

quando são identificadas distorções materiais nas demonstrações financeiras por ele auditadas. Assim, o estudo concluiu que são infundadas algumas alegações, por parte de auditores, de que a divulgação dos PAA nos relatórios de auditoria possa ter consequências jurídicas diante da sua opinião evidenciada nos parágrafos relativos à PAA no relatório de auditoria.

Boolaky e Quick (2016) elaboraram pesquisa buscando avaliar a influência exercida pela evidenciação dos PAA no relatório de auditoria para com as tomadas de decisão de bancos na concessão de crédito para as companhias. Para o desenvolvimento da pesquisa, utilizaram como amostra 105 diretores de instituições bancárias na Alemanha. Os resultados indicaram que a inclusão de informações relacionadas como PAA nos relatórios de auditoria não foi relevante para a tomada de decisão dos diretores de bancos na concessão ou não de crédito para determinadas empresas, portanto, não tendo, nesse caso, qualquer utilidade para seu processo de tomada de decisão.

Dobija *et al.* (2016) realizaram um estudo com o objetivo de entender a percepção dos auditores quanto à forma e ao conteúdo evidenciado pelo novo modelo de relatório do auditor independente no ambiente informacional polonês. Para isso, utilizaram como amostra auditores com experiência em trabalhos de auditoria em empresas listadas na bolsa de valores de Varsóvia (Polônia). Os autores concluíram que a percepção dos auditores era de que o novo relatório do auditor independente é útil para informar aos seus usuários sobre assuntos e preocupações adicionais constantes nas entrelinhas das demonstrações contábeis, no entanto, seu formato padronizado transmite, na prática, pouco valor informacional aos usuários.

Simulando o comportamento de investidores não profissionais, Sirois, Bédard e Bera (2017) efetuaram um estudo buscando avaliar se o novo relatório do auditor independente influencia a maneira como investidores buscam informações sobre as empresas nos relatórios financeiros divulgados pelas companhias. Para a operacionalização da pesquisa, os autores utilizaram uma amostra envolvendo 98 estudantes de contabilidade de uma universidade no Canadá. Os resultados foram positivos indicando que a divulgação dos PAA tem o efeito de direcionar a atenção dos investidores para a divulgação de informações relacionadas a pontos específicos que são mencionados nos PAA, acessando mais rapidamente as informações sobre esses itens no relatório financeiro, e prestando mais atenção a eles. Contudo, em relatórios com uma quantidade muito grande de PAA publicados, investidores reduzem a atenção para esse item. Dessa maneira, o estudo sugeriu que a divulgação dos PAA possui a capacidade de melhorar e direcionar a busca de informações financeiras dentro do relatório financeiro e de auditoria para aspectos relevantes, auxiliando assim os investidores e demais usuários das informações financeiras. Entretanto, é necessário cautela nesses resultados, pois a publicação

de muitos PAA poderia trazer aos investidores um efeito de “tirar o foco” para outros itens que não são citados como PAA.

Também avaliando sob a perspectiva de investidores não profissionais, porém não abordando diretamente a questão da divulgação de PAA mas sim um assunto correlato relacionado à divulgação financeira, que são os parágrafos de ênfase, Kelton e Montague (2018) desenvolveram um estudo com o objetivo de analisar os efeitos da divulgação de incertezas nos parágrafos de ênfase do relatório de auditoria no processo de tomada de decisão de investimento. No estudo, os autores utilizaram como amostra 195 participantes selecionados através de um instrumento de pesquisa on-line para comprovar suas habilidades em relação a conhecimento mínimo do tema. Os autores concluíram que, embora a divulgação do auditor nos parágrafos de ênfase cause efetivamente influência na decisão de investimento, esse efeito era ocasionado porque, ao mencionar o assunto no parágrafo de ênfase, a divulgação aumentava a credibilidade da administração em relação à divulgação das informações, e isso automaticamente refletia-se em uma maior propensão do investidor a escolher esta companhia para investir. Dessa maneira, concluiu-se que, quando existe um assunto no parágrafo de ênfase, os investidores fornecem avaliações mais altas em relação à credibilidade da administração do que se não houvesse nenhum assunto mencionado. No entanto, esses efeitos são limitados, sendo que, quando existe uma ampla variedade de assuntos nos parágrafos de ênfase, tal divulgação perde efeito nas decisões de investimento por parte dos investidores.

O estudo de Kelton e Montague (2018) sugere, ainda, que os efeitos da divulgação através de relatórios de auditoria não são tão claros, sendo que as divulgações levam a consequências não intencionais que podem ser diferentes daquelas almejadas por órgãos reguladores visando a melhorar a informatividade para com os usuários das demonstrações. Uma vez que os autores concluíram no estudo que as divulgações no relatório de auditoria aumentam a sensação de credibilidade da administração, e que é esse efeito que provoca a propensão dos investidores em investir na empresa, estabelecendo assim um efeito “indireto” ocasionado pela divulgação no relatório de auditoria.

Estudos quantitativos sobre o tema também foram desenvolvidos nos últimos anos como, por exemplo, Reid *et al.* (2015), os quais realizaram um estudo buscando encontrar evidências da utilidade do conteúdo informacional do novo relatório de auditoria independente para os investidores logo após a implementação da norma no Reino Unido. Os autores utilizaram uma amostra composta por 293 empresas cujas ações são negociadas na Bolsa de Valores de Londres, comparando volume anormal obtido antes e após a adoção da divulgação dos principais assuntos de auditoria. Seus achados encontraram evidências positivas no sentido

de que a divulgação do novo relatório de auditoria trouxe conteúdo informacional relevante, uma vez que o volume anormal de negócios sofreu aumento significativo após a implementação do novo relatório, e com mais ênfase para empresas cujo ambiente informacional era mais fraco.

Bédard *et al.* (2014) também realizaram um estudo visando a avaliar os custos e benefícios da divulgação dos PAA no relatório do auditor independente no ambiente de mercado de capitais francês, no qual tal divulgação já é obrigatória desde o ano de 2003. Para isso, utilizaram como amostra as companhias constantes no índice SBF 120 (120 maiores companhias) da Euronext – Bolsa de Valores de Paris. Os achados trazem evidências de que a divulgação adicional efetuada no relatório de auditoria no âmbito francês possuía efeitos extremamente limitados em relação à reação de mercado, concluindo que a divulgação de tais informações adicionais no relatório de auditoria não foram tão informativas ao mercado como os órgãos reguladores esperavam, e que tais informações possuíam para o mercado mais um valor meramente simbólico do que de fato informativo, uma vez que o mercado não reagiu às informações adicionais publicadas. O único efeito significativo encontrado foi um atraso na divulgação do relatório de auditoria para as empresas que possuíam maior número de pontos de auditoria relatados.

Gutierrez *et al.* (2016) também investigaram os reflexos das mudanças estabelecidas pelos órgãos normativos no relatório de auditoria com objetivo de verificar se essa mudança está associada a algum possível aumento na utilidade desse relatório para fins de tomada de decisão de investidores no ambiente informacional do Reino Unido. Os autores usaram dados extraídos de uma amostra de companhias listadas como “*premium*” na Bolsa de Valores de Londres, utilizando dados relacionados à quantidade de riscos reportados antes e após a adoção da nova norma além do número de palavras contidas na seção de riscos do relatório de auditoria. A exemplo do estudo de Lennox *et al.* (2017), os autores não encontraram evidências significativas de que o novo relatório de auditoria, com as alterações promovidas pelo órgão regulador britânico, tenha afetado a reação dos investidores, nem mesmo que tenha resultado em uma melhora na qualidade dos trabalhos de auditoria. As únicas evidências encontradas mostram que um aumento no valor dos honorários cobrados pela auditoria pode estar relacionado com o número de PAA divulgados no relatório. No entanto, os autores apontaram que essas conclusões não devem ser generalizadas, pois as companhias utilizadas como amostra eram relativamente grandes e estavam inseridas em um ambiente informacional rico. Dessa maneira, os tomadores de decisão já podem estar cientes dos assuntos relacionados como PAA por outros meios diferentes e, assim, para essas empresas, a divulgação dos PAA no relatório de auditoria não fornece uma fonte significativa de notícias. Já para empresas pequenas, as

quais estão inseridas em um ambiente informacional não tão vasto, a divulgação dos PAA poderia ser incrementalmente informativa.

Lennox *et al.* (2017) realizaram um estudo com o objetivo de testar se a divulgação dos PAA no novo relatório do auditor evidenciava conteúdo informacional novo para o mercado. Os autores utilizaram como amostra 488 companhias constantes na bolsa de valores de Londres para o ano de adoção da norma e para o ano imediatamente anterior à adoção da norma, trabalhando com a quantidade de PAA reportados no relatório de auditoria e classificando-os em relacionados a números contábeis (sub-classificando em relacionados a ativo, passivo ou resultado) ou relacionados à entidade em geral. Os resultados não puderam sustentar que a divulgação dos PAA trouxe conteúdo informacional novo para o mercado, sendo encontradas evidências que apontam no sentido de que os investidores já tinham conhecimento de maneira antecipada à divulgação do relatório de auditoria da maior parte (65%) dos principais riscos que foram reportados, e seu conteúdo, dessa maneira, já estava assimilado pelo mercado antes mesmo da divulgação por meio do relatório de auditoria.

Nos Estados Unidos, apesar de a norma de auditoria 3101 (Audit Standards 3101) ter sido aprovada pela SEC apenas em outubro de 2017, muitos relatórios contendo a opinião bem como outras informações de auditoria já fugiam de um padrão pré-determinado trazendo aspectos explicativos tais como: mudança de princípios contábeis; parágrafos de ênfase; informações sobre a auditoria, tais como limitação de escopo e responsabilidade do auditor, além de assuntos relacionados à informação suplementar.

Nesse sentido, Czerney *et al.* (2017) avaliaram se havia indícios de que os investidores reagiam às informações dispostas em linguagem explicativa no relatório de auditoria em seu modelo tradicional. Para o desenvolvimento do estudo, os autores utilizaram como amostra 37.147 relatórios de auditoria não qualificados de empresas registradas na SEC emitidos entre o período de 2000 a 2014, analisando a divulgação de pontos específicos relacionados a mudança de práticas contábeis ou republicação de demonstrações contábeis. Os achados indicaram poucas evidências para afirmar que os investidores reagem a aspectos explicativos constantes no relatório de auditoria. O único efeito constatado foi um aumento no volume de negociação em torno da divulgação dos relatórios que traziam itens referente à mudança nos princípios contábeis e parágrafos de ênfase, porém sem alterações nos demais aspectos.

O estudo de Czerney *et al.* (2017) ainda fez testes adicionais com o objetivo de tentar entender porque os investidores não reagiam às explicações constantes nos relatórios de auditoria no momento de sua divulgação. Utilizando a mesma amostra de dados, o estudo trouxe evidências de que, em média, 40% das informações constantes no relatório de auditoria já eram

conhecidas ou antecipadas pelo mercado. Além disso, os testes adicionais revelaram que os investidores não entendem imediatamente a importância da linguagem explicativa nos relatórios de auditoria, sugerindo ser necessário que órgãos padronizadores devessem buscar chamar mais atenção ao relatório de auditoria, avaliando sua utilidade para investidores tomarem suas decisões bem como a compreensibilidade de tais relatórios.

Dessa forma, considerando a literatura sobre *Value Relevance* citada anteriormente, esta pesquisa pretende investigar de que forma e se de fato a divulgação dos PAA no relatório do auditor independente trouxe conteúdo informacional relevante para os investidores em seu processo de tomada de decisões.

Assim, coerentemente com a literatura prévia concernente à divulgação dos PAA apresentada neste capítulo, este estudo trabalha com a hipótese de que a divulgação da quantidade de PAA no Novo Relatório do Auditor Independente não possui valor informacional. Entretanto, considerando resultados de estudos experimentais sobre o tema, intui-se que a questão não foi adequadamente abordada. Nesse sentido, tem-se a hipótese exploratória de que a divulgação dos PAA, quando analisada em relação às suas categorias, possa ter relação com a geração de retornos anormais nos preços das ações das companhias negociadas no mercado acionário brasileiro, sendo, portanto, informação relevante para a tomada de decisões por parte dos investidores.

Assim, a hipótese do presente estudo é a seguinte:

H1: A divulgação da quantidade de Principais Assuntos de Auditoria evidenciada no novo modelo de relatório de auditoria independente não traz conteúdo informacional relevante ao mercado acionário.

Levando-se em consideração o caráter exploratório sobre o tema estabelecido na hipótese do estudo acima evidenciada, o estudo pretende efetuar dois testes distintos para avaliar o fornecimento de conteúdo informacional relevante. Para o primeiro teste, o modelo seguirá o disposto em outros estudos sobre o tema, testando a observação da quantidade total de PAA evidenciados nos relatórios. Já para o segundo teste, o estudo avançará a discussão sobre o tema utilizando a quantidade por categoria de PAA que foram evidenciados nos relatórios, buscando testar se existe efeito no retorno das ações relacionado a tais divulgações quando observadas tais categorias.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo, são apresentados os procedimentos metodológicos que foram empregados neste estudo, visando a alcançar o objetivo da pesquisa. Inicialmente, o capítulo versará sobre as classificações metodológicas nas quais o estudo está inserido, demonstrando na sequência o desenho do estudo e os procedimentos de definição da população, amostra, coleta de dados e operacionalização das variáveis utilizadas na pesquisa. Na sequência, apresenta os procedimentos adotados em relação à modelagem de estudo de evento e, finalmente, o modelo e o tratamento estatístico utilizados para a operacionalização dos testes necessários para alcançar os resultados da pesquisa.

3.1 CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA E DESENHO DA PESQUISA

Em termos metodológicos, as pesquisas científicas costumam ser classificadas de acordo com a categoria de abordagem em torno dos elementos que a envolvem. Quanto às estratégias empregadas para a realização desta pesquisa, sua classificação metodológica pode ser categorizada conforme demonstrado a seguir:

Quadro 3: Estratégia da pesquisa

CATEGORIA	CLASSIFICAÇÃO	REFERÊNCIAS
Abordagem metodológica	Positivista	Martins e Theóphilo (2007)
Abordagem do problema	Quantitativo	Beuren (2013)
Objetivos do estudo	Descritivo	Cooper e Schindler (2003); Gil (2002); Beuren (2013)
Quanto aos procedimentos	Análise documental	Gil (2002); Beuren (2013)
Técnica de coleta de dados	Dados secundários	Martins e Theóphilo (2007)
Efeito do pesquisador sobre as variáveis	<i>Ex post facto</i>	Cooper e Schindler (2003)
Dimensão temporal	Transversal	Cooper e Schindler (2003)
Escopo do estudo	Estatístico	Cooper e Schindler (2003)

Após a apresentação da categorização das estratégias metodológicas empregadas para a realização do estudo, são demonstradas a seguir as demais etapas para a operacionalização da pesquisa, tais como definição e descrição da população e da amostra, além de procedimentos técnicos aplicados à coleta de dados, variáveis e operacionalização dos testes necessários à utilização da metodologia de estudo de evento.

O desenho de pesquisa aplicado ao modelo, demonstrando as variáveis potencialmente correlacionadas que serão testadas neste estudo apresenta-se na figura a seguir.

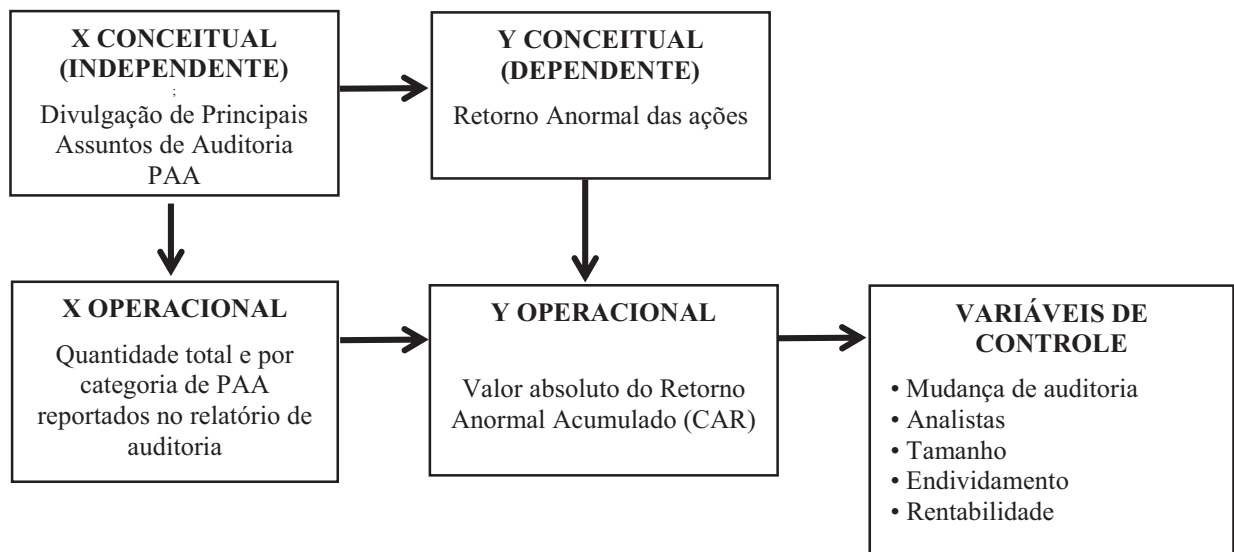


Figura 1. Desenho da pesquisa

Fonte: Adaptado de Libby, Bloomfield e Nelson (2002).

Conforme é possível observar na representação acima, a operacionalização do modelo pretende testar a existência de associação entre a divulgação dos PAA contidos no relatório do auditor independente e o retorno anormal observado para as ações das companhias da amostra.

Dessa maneira, o estudo sugere que a divulgação e a apresentação dos PAA inseridos no relatório do auditor independente podem ocasionar efeito informacional relevante no mercado acionário e, com isso, refletir no retorno anormal observado para o preço das ações em uma janela temporal (Janela do Evento) contemplando dias próximos em torno dessa divulgação para o mercado.

Como variáveis independentes para testar essa associação, foram utilizadas a quantidade total e a quantidade por categoria de PAA divulgados nos relatórios de auditoria.

Já em relação à variável dependente, a operacionalização ocorreu por meio do cálculo do Retorno Anormal Acumulado – CAR, considerando a capitalização diária obtida nos dias de cotação para as janelas de evento testadas.

3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DOS DADOS

A população considerada para esta pesquisa é composta por companhias de capital aberto não financeiras cujas ações são negociadas na B3 e pertenciam ao Índice Brasil 100 (IBrX-100) da B3 no primeiro quadrimestre de 2018. O IBrX-100 é um índice de retorno de uma carteira teórica de ativos formado pelas 100 ações mais representativas e mais negociadas no mercado de capitais brasileiro (B3, 2018).

A escolha por trabalhar com dados das companhias constantes no índice IBrX-100 é justificada pelo fato de que, como as ações dessas empresas estão entre as mais representativas e mais negociadas no mercado de capitais brasileiro, apresentam-se como bom parâmetro para observar se a divulgação de um novo conteúdo informacional no mercado de capitais brasileiro é relevante sendo capaz de influenciar as decisões de investimento dos usuários desse mercado, afetando dessa forma os retornos observados para essas ações em datas próximas à da divulgação de tais informações.

O motivo de excluir companhias do setor financeiro está baseado na estrutura de capital dessas empresas, que é diferente das demais companhias. O endividamento, *proxy* da estrutura de capital, será utilizado como variável de controle nesta pesquisa. Desse modo, empresas que fazem parte do segmento Financeiro e Outros da B3 foram retiradas da amostra.

É importante salientar que, ao analisar as ações que fazem parte do índice IBrX-100, foram identificadas 3 companhias que possuíam ações ordinárias e preferenciais entre as 100 ações do índice. Dessa forma, este estudo utiliza dados de 80 ações (77 companhias), para as quais, inicialmente, foram obtidas as demonstrações contábeis completas juntamente com o relatório de auditoria referente às demonstrações financeiras anuais encerradas em 31 de dezembro de 2016. No entanto, para uma das companhias da amostra, o exercício fiscal para encerramento das demonstrações é 31 de março, assim, a demonstração a ser considerada foi a apresentada com período findo em 31 de março de 2017. Tal decisão deu-se com o objetivo de captar a primeira demonstração financeira anual emitida após a entrada em vigor da NBC TA 701, que definiu a obrigatoriedade da divulgação dos PAA nas demonstrações findas em ou após 31 de dezembro de 2016. Nesse sentido, como as informações relativas a um único período, logo, o estudo propõe-se a trabalhar com um corte transversal de dados (*cross section*).

No relatório de auditoria, foram coletados três tipos de informações as quais foram catalogados em planilha eletrônica:

- a) Quantidade de PAA que estavam sendo divulgados no relatório do auditor independente;
- b) Assunto ao qual se referia cada PAA (a maioria dos PAA descritos no relatório do auditor independente fazia referência a uma nota explicativa da demonstração financeira da companhia, sendo possível, dessa maneira, uma “categorização” dos PAA);
- c) Se houve mudança de empresa de auditoria entre 2015 e 2016.

Foram coletadas nas bases de dados *Bloomberg*® e Thomson Reuters® outras informações financeiras necessárias para o cálculo do retorno anormal das ações, tais como as cotações diárias do valor de fechamento ajustado das ações para o período da janela de estimação e da janela de evento definidas no estudo além do índice de fechamento diário da Bovespa nessas datas. Através da base de dados *Bloomberg*®, foram coletadas ainda outras informações econômico-financeiras das companhias da amostra, tais como tamanho, rentabilidade, endividamento e número de analistas que acompanham a empresa, as quais estão demonstradas e foram utilizadas como variáveis de controle neste estudo.

3.3 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS POTENCIALMENTE CORRELACIONADAS

Segundo Gil (1999), a operacionalização das variáveis pode ser definida como o processo no qual uma variável é mensurada ou classificada quanto as suas características. Para o desenvolvimento deste estudo, algumas variáveis foram selecionadas visando a verificar a associação existe entre a divulgação dos PAA e o retorno anormal das ações.

A variável dependente deste estudo é o Retorno Anormal Acumulado (ou *Cumulative Abnormal Return – CAR*), calculado pela diferença obtida entre o retorno real e o retorno normal (esperado) das ações das companhias da amostra.

É importante salientar que o presente estudo testará diferentes janelas temporais de evento como forma de mensuração do retorno anormal acumulado, o qual será utilizado como variável dependente com o objetivo de obter evidências de possíveis retornos anormais em janelas temporais curtas e médias. Assim, o trabalho não se limitará a utilizar apenas uma janela

longa contendo o CAR acumulado para o período de 11 dias, como é usual em estudos desta natureza, mas testará outras janelas de evento com menor duração.

A variável independente PAA foi obtida através da contagem do número de PAA existentes no relatório de auditoria para as demonstrações financeiras findas em 31 de dezembro de 2016.

Para a variável Categoria dos PAA (CAT), foi observado o assunto ao qual os PAA faziam referência. Na maioria das vezes, no próprio título dos PAA ou no corpo do texto em que eram divulgados detalhes do assunto era evidenciada a nota explicativa ao qual aquele ponto estava atrelado. Dessa maneira, foi possível efetuar uma classificação por categoria do assunto de cada PAA contido nos relatórios de auditoria para as companhias da amostra de maneira menos subjetiva possível.

Para o estudo do efeito existente entre as variáveis dependente e independente, acredita-se que alguns itens financeiros e não financeiros estranhos ao objeto principal da pesquisa possam interferir no retorno anormal das ações e, portanto, foram controlados para não afetar os resultados da pesquisa:

- a) Mudança de auditoria: A *proxy* utilizada será uma variável *dummy*, em que se atribui 1 caso a empresa da amostra tenha trocado de auditoria para as demonstrações financeiras encerradas para o ano fiscal de 2016 em comparação com as demonstrações financeiras encerradas para o ano fiscal de 2015, e 0 caso contrário. Estudos como de Schwartz e Menon (1985) e Hennes, Leone e Miller (2013) evidenciaram que o mercado reage de maneira negativa às mudanças na empresa de auditoria, pois esse fato é visto pelo mercado como resultante de discordâncias entre a gestão e os auditores, ou até mesmo tentativa de influenciar os auditores. No contexto brasileiro, Dantas, Barreto e Carvalho (2017) também encontraram evidências de que a emissão de relatório de auditoria com opinião modificada poderia estar associada com mudanças na empresa de auditoria no ano seguinte;
- b) Analistas (ANA): Considerado o método de Range 0 a 1 para o número de analistas que acompanham as companhias da amostra, segundo a Thomson Reuters®, e emitiram previsão de lucros para a companhia para o 4º trimestre de 2016. O método Range 0 a 1 é mencionado por Fávero, Belfiore, Silva & Chan (2009), e consiste em classificar os valores de uma variável em índices de 0 a 1 em que será atribuído valor 0 à observação com menor valor na variável, e 1 para a que auferir maior valor

entre as unidades de observação. Para as demais unidades de observação, será atribuído um valor intermediário resultante da subtração do valor da variável pela observação com o menor valor observado, e o resultado desse será dividido pela amplitude entre os valores observados. O estudo de DeFond (2007) evidencia que companhias que possuem uma maior cobertura de analistas são mais propensas a sofrerem uma reação mais forte do mercado em datas próximas a sua divulgação de resultados anuais. O trabalho de Reid *et al.* (2015) utilizou essa variável como sendo de controle, concluindo que, à medida que o ambiente informacional enfraquece (reduzindo-se o número de analistas que acompanham a empresa), há um aumento na utilização dos relatórios de auditoria como fonte de divulgações do auditor e do comitê de auditoria da companhia;

- c) Tamanho (TAM): a *proxy* a ser utilizada será o logaritmo natural do ativo total das companhias da amostra. Conforme constatado em Lennox *et al.* (2017), os auditores tendem a divulgar mais assuntos de auditoria para empresas que são maiores devido à complexidade de suas operações;
- d) Endividamento (END): a *proxy* a ser utilizada consiste na divisão do passivo exigível total pelo ativo total das companhias da amostra extraído das demonstrações financeiras apresentadas para o período findo de 2016. Landsman *et al.* (2012) encontraram associação significativa entre o endividamento e o retorno anormal, além de que pesquisas como a de Lennox *et al.* (2017) mostram que empresas que possuem dificuldades financeiras tendem a ter mais pontos de auditoria destacados em seu relatório;
- e) Rentabilidade (RENT): a *proxy* a ser utilizada é o Retorno sobre ativos (ROA). Essa variável apresentou significância ao ser utilizada como variável de controle nos estudos de Gutierrez *et al.* (2017) e Czerney *et al.* (2017).

Quadro 4: Variáveis utilizadas na pesquisa

Variável	Sigla	Classificação	Definição operacional	Operacionalização
Retorno Anormal Acumulado	CAR	Dependente	Representa a acumulação da diferença entre o retorno real auferido pela ação e o retorno esperado pelo mercado.	Acumulação da diferença entre o retorno real auferido pela ação e o retorno esperado pelo mercado nas janelas de evento testadas.
Principais Assuntos de Auditoria	PAA	Independente	Representa o número de PAA que foram apontados no relatório de auditoria	Quantidade total de PAA apontados no relatório de auditoria
Categoria dos Principais Assuntos de Auditoria	CAT	Independente	Representa o número de PAA divulgados para cada categoria da demonstração financeira das companhias	Quantidade de PAA apontados em cada categoria de classificação
Mudança de Auditoria	MUD	Controle	Variável <i>dummy</i> indicando mudança de auditoria no ano t em relação ao ano t-1	Atribuído 1 se houve mudança na companhia de auditoria e 0 caso contrário
Analistas	ANA	Controle	Verifica o número de analistas que emitiram previsões de resultado para o 4º ITR do ano de 2016	$Range\ 0\ a\ 1 = \frac{x - mínimo}{amplitude}$
Tamanho	TAM	Controle	Representa o tamanho da companhia	Logaritmo natural do Ativo no ano t
Endividamento	END	Controle	Verifica o grau de endividamento da companhia	$END = \frac{Exigível\ total}{Ativo\ Total}$
Rentabilidade	REN	Controle	Verifica o retorno sobre os ativos da companhia	$ROA = \frac{Lucro\ líquido}{Ativo\ Total}$

3.4 ESTUDO DE EVENTO

Segundo Lamounier e Nogueira (2004), a metodologia de estudo de evento tem como objetivo, levando-se em consideração a hipótese de que os mercados sejam eficientes, mensurar o impacto que determinada informação divulgada no mercado exerce sobre o valor da empresa, mais especificamente no comportamento dos preços e dos retornos das ações da companhia.

De acordo com Campbell, Lo e Mackinlay (1997), a utilidade desse modelo está no fato de ser capaz de captar se o surgimento de determinada informação é relevante ao alterar a expectativa dos investidores sobre os títulos, dada a racionalidade do mercado.

De modo geral, na metodologia de estudo de evento, calcula-se o retorno esperado para as ações da amostra (retorno normal) baseando-se em uma série com o histórico dos retornos observados antes da ocorrência do evento que está sendo estudado. Posteriormente, esses chamados retornos normais são comparados com os retornos efetivamente obtidos na janela do evento em busca da identificação ou não de comportamentos considerados anormais nos retornos das ações, sendo que esses podem ter sua causa na constatação de determinados eventos.

Na aplicação da metodologia de estudo de evento, para este estudo, os procedimentos adotados serão conforme os descritos por Campbell, Lo e Mackinlay (1997).

Quadro 5: Etapas para estudos de evento

	ETAPA	OBJETIVOS
1º	Definição do evento	Identificação da ocorrência do evento (data “0”) e da janela do evento (período antes e depois do evento em que serão analisados os preços dos títulos das companhias)
2º	Critério de seleção	Determinação dos critérios de seleção e características das companhias constantes na amostra para a realização do estudo
3º	Medição do retorno anormal	Escolha e definição do critério de cálculo de retorno anormal das ações que será utilizado no estudo
4º	Procedimento de estimativa	Definição de estimativa dos parâmetros do modelo para cálculo dos retornos anormais (janela do evento) e escolha da janela de estimação dos dados como parâmetro de retorno normal.
5º	Procedimento de teste	Cálculo do retorno anormal
6º	Resultados empíricos	Apresentação dos resultados obtidos com o modelo econométrico.
7º	Interpretação e conclusões	Interpretação dos resultados buscando interpretações e conclusões dos efeitos do evento capazes ou não de afetar os preços das ações.

Fonte: Campbell, Lo e MacKinlay, 1997.

Após demonstrar os aspectos gerais que norteiam esta metodologia, é conveniente aprofundar os critérios e características que foram definidos especificamente para a operacionalização deste estudo, os quais são descritos na sequência.

3.4.1 Definição do Evento

Para este estudo, definiu-se que o evento a ser estudado é a divulgação do relatório de auditoria independente com os principais assuntos de auditoria para as demonstrações financeiras findas para o ano fiscal de 2016 das companhias não financeiras, e cujas ações são negociadas e fazem parte do índice IBrX 100 da B3.

O dia de divulgação da demonstração financeira a qual traz como parte integrante o relatório de auditoria independente será considerado como “data zero” (t_0) para o evento, e é partindo dessa definição que haverá a construção do período de janela do evento para a operacionalização desta pesquisa, com a pretensão de testar 10 janelas de evento diferentes.

3.4.2 Critério de seleção

Este estudo utiliza como amostra as 80 ações (77 companhias) do índice IBrX100 da B3, conforme descrito na seção 3.2 deste trabalho.

3.4.3 Medição do Retorno Anormal

3.4.3.1 Modelo para cálculo do Retorno

Existem dois modelos de cálculo de retorno das ações que podem ser utilizados em pesquisas com estudo de eventos: o modelo tradicional (também conhecido como modelo de capitalização discreto), e o modelo logarítmico (também conhecido como modelo de capitalização contínuo).

Segundo Fama (1965), a escolha do modelo a ser adotado depende do pressuposto teórico relacionado às alterações nos preços das ações das companhias como forma de reação às informações disponibilizadas no mercado. No modelo tradicional com capitalização discreta, as informações chegam em diferentes momentos ocasionando variações discretas nos preços das ações. Já no modelo logarítmico com capitalização contínua, pressupõe-se que as informações são disponibilizadas ao mercado de maneira contínua em todos os momentos e, dessa forma, as ações reagem de modo também contínuo acarretando variações nos preços das ações das companhias.

Para o cálculo dos retornos utiliza-se a seguinte equação:

$$R_{it} = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \quad (1)$$

Em que R_{it} é o retorno da ação i na data t ; P_t é o preço da ação i na data t ; P_{t-1} é o preço da ação i na data $t-1$.

É importante salientar que, como variável individual relacionada ao preço da ação, será adotada a cotação diária de fechamento ajustada da ação das companhias disponibilizada pela B3 nos dias disponíveis de negociação na bolsa.

Da mesma forma que o retorno das ações, o retorno de mercado adotado para utilização neste estudo é calculado de acordo com a seguinte fórmula:

$$R_{mt} = \ln \left(\frac{C_t}{C_{t-1}} \right) \quad (2)$$

Em que R_{mt} é o retorno do mercado na data t ; C_t é a cotação da carteira de mercado na data t ; C_{t-1} é a cotação da carteira de mercado na data $t-1$.

Em relação ao retorno da carteira de mercado, o índice que será adotado para esta variável durante o desenvolvimento deste trabalho é o retorno diário do índice da Bovespa

(IBOVESPA), o qual segundo Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) evidencia o comportamento dos principais ativos negociados na B3, sendo que uma de suas finalidades é justamente servir de instrumento indicativo do comportamento do mercado de capitais brasileiro, uma vez que a carteira teórica do IBOVESPA representa mais de 80% dos negócios e volume financeiro observado nesse mercado de capitais.

Por fim, o cálculo do Retorno Normal dos ativos ocorre através de uma regressão linear simples, que pode ser demonstrada por meio do seguinte modelo:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que R_{it} representa o retorno a ser considerado como normal para a companhia i no tempo t ; α_i e β_i representam os parâmetros estimados da regressão; R_{mt} representa o retorno da carteira de mercado na data t ; ε_{it} representa o erro da companhia i na data t .

Os parâmetros α e β representam estimações derivadas da aplicação de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para o período estimado. O parâmetro α representa o intercepto que, em outras palavras, é a diferença média entre a variável dependente (retorno diário da empresa) e a variável independente (retorno diário da carteira de mercado). Já o β representa a inclinação do modelo linear, sendo obtido através da razão entre a covariância do retorno das ações com o retorno do mercado.

Segundo Campbell *et al.* (1997), os parâmetros devem ser calculados utilizando um período fora da janela de evento, com o objetivo de evitar influências no desempenho considerado como normal, ou seja, sem a ocorrência do evento que é objeto de estudo. Dessa maneira, para a operacionalização deste estudo, o período para cálculo desses estimadores deu-se entre 6 e 257 dias antes da ocorrência do evento.

3.4.3.2 Modelo para cálculo do Retorno Anormal

A fórmula de cálculo do retorno anormal é considerada como um dos pontos mais importantes do trabalho, uma vez que é a partir da constatação de retornos anormais que o pesquisador poderá inferir que determinado evento pode estar influenciando nos preços das ações de determinada empresa (Soares, Rostagne, & Soares, 2002).

É importante salientar a diferença existente entre os conceitos de retorno normal (abordado no tópico anterior) e retorno anormal, sendo que o primeiro pode ser considerado como sendo o retorno que determinada ação obteria caso o evento em questão não acontecesse, ou seja, na ausência do elemento a ser estudado, o retorno da ação seria exatamente o retorno

esperado. Já o retorno anormal, pode ser definido como sendo a diferença entre o retorno real obtido por determinada ação subtraído do retorno normal (retorno esperado) da ação.

Conforme Mackinlay (1997), para uma ação i em uma data t , o retorno anormal pode ser obtido através da seguinte equação:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t) \quad (4)$$

Em que RA_{it} representa o retorno anormal da ação da companhia i no tempo t ; R_{it} representa o retorno da ação da companhia i no tempo t ; $E(R_{it} | X_t)$ representa o retorno normal esperado sendo que X_t é a informação condicionante para o modelo de performance normal.

Segundo Mackinlay (1997), os modelos utilizados para mensurar os retornos anormais podem ser classificados em duas categorias, modelos estatísticos ou modelos econômicos. Em relação aos modelos econômicos, é possível citar o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) e o Modelo de Precificação de Ativos – APT (*Arbitrage Price Theory*). Neste trabalho, optou-se por utilizar o modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado para cálculo do retorno anormal das companhias constantes na amostra. Assim, o cálculo do retorno anormal obtido pelo modelo estatístico de retorno ajustado ao risco e mercado pode ser descrito através da seguinte equação:

$$RA_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad (5)$$

Em que RA_{it} representa o retorno anormal da ação da companhia i no tempo t ; R_{it} representa o retorno da ação da companhia i no tempo t ; α_i e β_i representam parâmetros estimados da regressão sendo obtidos por meio de MQO; R_{mt} representa o retorno da carteira de mercado na data t .

Para calcular o retorno da carteira de mercado, o estudo utiliza o índice IBOVESPA.

3.4.4 Procedimento de Estimativa

Após a definição do modelo de cálculo dos retornos anormais, faz-se importante a definição dos parâmetros do modelo que devem ser estimados levando-se em consideração as observações contidas na janela de estimação.

A janela de estimação compreende um período anterior à ocorrência do evento, portanto, esse período é presumidamente isento do efeito do evento que está sendo estudado e, logo, é utilizado como base para calcular os “retornos que seriam normais” nos preços de cada ação das companhias que compõem a amostra (Takamatsu *et al.*, 2008). O sentido de obter esses chamados “retornos normais” é compará-los na sequência com os “retornos anormais” que serão observados e calculados em datas próximas ao evento que é objeto de estudo.

Este estudo segue a orientação de Benninga (2014) ao considerar uma série temporal de 252 dias de negociação como sendo a “Janela de estimação”, compreendida especificamente entre 257 dias de negociação antes da data do evento e 6 dias de negociação antes da data do evento (-257, -6).

Para as janelas de evento que serão testadas neste estudo, foram selecionadas 10 janelas de evento diferentes para efetuar testes relativos a possíveis efeitos nos retornos das ações em períodos distintos das janelas convencionais utilizadas em outros estudos. Dessa forma, as janelas a serem testadas são as seguintes:

Quadro 6: Janelas de evento a serem testadas

Modelo	Quantidade de dias	Período temporal da Janela de Evento
A	11 dias	t-5 a t+5
B	7 dias	t-3 a t+3
C	3 dias	t-1 a t+1
D	6 dias	t-5 a t0
E	4 dias	t-3 a t0
F	2 dias	t-1 a t0
G	1 dia	t0
H	2 dias	t0 a t+1
I	4 dias	t0 a t+3
J	6 dias	t0 a t+5

É importante salientar que o sentido de verificar as janelas D, E e F, que são janelas em que se considera períodos imediatamente anteriores à divulgação financeira, é tentar capturar possíveis diferenças comparando o comportamento das ações antes e depois do evento associado.

3.4.5 Procedimento de Teste

Após a definição das estimativas a serem usadas no estudo, os procedimentos de cálculos e testes em torno do retorno anormal auferido na janela de evento podem ser feitos agregando-se os retornos anormais observados para esse período. Para Camargos e Barbosa (2003), a acumulação dos retornos anormais pode melhorar a análise dos resultados do evento estudado, uma vez que fornece informações importantes acerca da trajetória seguida pelos retornos em um período mais significativo para fins de análise.

Para a operacionalização desta pesquisa, o retorno anormal acumulado (CAR) de cada ação das companhias será estabelecido a partir da soma dos retornos anormais diários obtidos nos dias que compõem a Janela do Evento a ser testada. Assim, espera-se analisar os efeitos observados nas ações que estejam relacionados com a divulgação do novo relatório de auditoria com os PAA no mercado de capitais. O retorno anormal acumulado pode ser apresentado pela seguinte equação:

$$CAR_{it} = \sum_{t=-X}^{t=X} AR_{it} \quad (6)$$

Em que CAR_{it} são os retornos anormais acumulados e $\sum AR_{it}$ é soma dos retornos normais.

Assim, os resultados permitirão identificar se houve ou não incidência de retornos anormais significativos durante o período compreendido nas janelas de evento testadas ocasionados pela divulgação dos PAA, sendo que o nível de significância α estabelecido para esta pesquisa é de 5%.

3.5 MODELO E TRATAMENTO ESTATÍSTICO

Visando a alcançar os objetivos propostos neste estudo, a associação entre a divulgação dos PAA e o retorno anormal das ações será analisada por meio da utilização de um modelo econométrico estabelecido através de regressão linear múltipla. Com a utilização desse modelo econométrico, acredita-se que algum poder explicativo entre as variáveis dependente e independente possa ser encontrado. Sua operacionalização será possível com a utilização do software *Gretl*.

É importante salientar que o presente estudo propõe-se a fazer duas regressões para efetuar análises sobre dois diferentes pontos: a quantidade de PAA com a utilização da fórmula 7, abaixo, e a quantidade por categoria de PAA com a utilização da fórmula 8, abaixo.

Assim, a relação entre as variáveis estudadas nesta pesquisa pode ser representada conforme as equações a seguir:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 PAA_i + \beta_2 MUD_i + \beta_3 ANA_i + \beta_4 TAM_i + \beta_5 END_i + \beta_6 REN_i + \varepsilon_i \quad (7)$$

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 CAT_i + \beta_2 MUD_i + \beta_3 ANA_i + \beta_4 TAM_i + \beta_5 END_i + \beta_6 REN_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

Em que CAR_i é o retorno anormal acumulado na janela do evento; PAA_i é o número total de principais assuntos de auditoria para a companhia i na data t ; CAT_i indica o número de PAA por categoria reportados no relatório de auditoria da companhia i na data t ; MUD_i é uma variável *dummy* indicando mudança de companhia responsável pelos trabalhos de auditoria na companhia i na data t (atribuído 1 se houve mudança e 0 caso contrário); ANA_i indica o Range entre 0 e 1 referente à quantidade de analistas de acompanham a companhia i na data t ; TAM_i indica o tamanho da companhia i na data t ; END_i indica o endividamento da companhia i na data t ; REN_i indica a rentabilidade da companhia i na data t ; ε_i representa o erro da regressão.

3.6 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Durante o processo de delineamento da pesquisa, algumas limitações surgiram, devendo ser consideradas ao analisar os resultados.

A primeira é em relação às unidades de observação, uma vez que se optou por utilizar como amostra de dados as companhias cujas ações fazem parte do Índice Brasil 100 (IBrX 100) da B3 e que têm suas demonstrações contábeis arquivadas junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Embora o índice IBrX 100 tenha boa representatividade relativamente às companhias com ações negociadas na bolsa de valores brasileira, os resultados encontrados neste estudo não devem ser generalizados para todo o mercado.

Outro fator que deve ser observado é quanto à dimensão temporal dos dados coletados, uma vez que a introdução do Novo Relatório do Auditor Independente com a divulgação dos PAA se deu em 2016, logo, os dados referem-se unicamente à divulgação das informações relativas ao 4º trimestre de 2016.

Ainda em relação à questão de utilização do ano de 2016 para estudo, sendo esse o primeiro ano de adoção da nova norma, é possível que auditores bem como usuários das informações contábeis ainda não estivessem totalmente familiarizados em relação às informações que devem compor este novo relatório. Desse modo, pode ser que nos anos seguintes seja observado um efeito de aprendizagem desses indivíduos em relação aos aspectos abordados pela nova norma de divulgação e, então, haja comportamentos distintos.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Este capítulo destina-se à apresentação, interpretação e discussão dos resultados da pesquisa. Primeiramente, são apresentados os resultados das medidas de tendência central e variabilidade das variáveis utilizadas no trabalho. Na sequência, são demonstrados os resultados estatísticos inferenciais obtidos com a aplicação da regressão com corte transversal de dados (*cross-section*) para verificar a relação entre a divulgação dos principais assuntos de auditoria e o retorno anormal das ações tomando como base as companhias contidas na amostra.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

4.1.1 Principais Assuntos de Auditoria (PAA)

Os Principais Assuntos de Auditoria (PAA) foram quantificados e categorizados a partir da coleta quanto as suas informações disponíveis nos relatórios de auditoria para as demonstrações financeiras findas em dezembro de 2016 para as companhias da amostra. As informações gerais sobre os PAA são apresentadas na tabela abaixo.

Tabela 1: Estatística descritiva da variável independente Principais Assuntos de Auditoria (PAA)

Medidas	Média	Desvio padrão	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo	Observações
Quantidade total de PAA	3,46	1,31	0,38	1	8	80
Ativos biológicos	0,06	0,24	3,90	0	1	80
Benefícios a empregados	0,08	0,27	3,53	0	1	80
Provisões e contingências	0,60	0,59	0,98	0	2	80
Continuidade operacional e escândalos corporativos	0,24	0,48	2,04	0	2	80
Estoques	0,05	0,22	4,39	0	1	80
Imobilizado	0,04	0,19	5,10	0	1	80
Instrumentos financeiros	0,14	0,38	2,77	0	2	80
Intangível	0,13	0,33	2,66	0	1	80
Participações societárias	0,09	0,28	3,25	0	1	80
Combinação de negócios	0,10	0,30	3,02	0	1	80
Tributos e realização de tributos diferidos	0,36	0,58	1,60	0	2	80
Reconhecimento de receita	0,54	0,57	1,07	0	2	80
Valor recuperável (<i>Impairment</i>)	0,60	0,54	0,90	0	2	80
Clientes a receber e obrigações e fornecedores a pagar	0,16	0,40	2,49	0	2	80
Outros assuntos	0,29	0,53	1,85	0	2	80

A partir de análise efetuada sobre a tabela acima, é possível verificar que as empresas da amostra obtiveram, em média, o apontamento entre 3 e 4 PAA no total em seus relatórios de auditoria. Além disso, os dados constantes na tabela acima evidenciam que a companhia que apresentou menor número de PAA entre as 80 observações da amostra obteve apenas o apontamento de 1 único PAA em seu relatório de auditoria. Já a companhia com maior número de PAA apresentou 8 apontamentos.

A companhia da amostra que apresentou a evidenciação de apenas 1 PAA em seu relatório de auditoria, sendo, portanto, dentre as companhias analisadas a que tem menor quantidade de PAA evidenciados, foi a companhia Transmissora Aliança de Energia Elétrica S/A (representada pelo *ticker* TAEE11 na B3). O relatório de auditoria para essa companhia foi emitido pela companhia de auditoria independente Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes. Já no outro extremo, a companhia que apresentou o maior número de PAA evidenciados em seu relatório dentre as companhias analisadas foi a Petrobrás (representada pelos *ticker* PETR3 e PETR4 na B3) apresentando 8 PAA em seu relatório de auditoria o qual foi emitido pela companhia de auditoria independente PricewaterhouseCoopers.

Analisando de maneira categorizada a distribuição dos PAA entre os integrantes da amostra, verifica-se que a quantidade de PAA por categoria em cada unidade de observação variou de 0 a 2, ou seja, não foram observadas grandes quantidades de apontamentos relacionadas a cada categoria.

Adicionalmente, foi efetuada análise em relação à quantidade de PAA evidenciados nos relatórios de auditoria para as companhias da amostra, segregando esses PAA por categorias ao qual o PAA evidenciado fazia referência. Nesse sentido, o estudo propôs a classificação desse conjunto de PAA em 15 categorias para posterior análise.

A demonstração estratificada (por cada unidade de observação) contendo a quantidade total de PAA bem como a categoria ao qual foi alocado cada PAA constante nos relatórios de auditorias analisados é apresentada em relatório constante no Anexo 6 deste trabalho. No entanto, de maneira resumida, a quantidade de PAA evidenciados em cada categoria coletados a partir da observação dos relatórios de auditoria das companhias que compõem a amostra é evidenciada no quadro abaixo.

Quadro 7: Descrição das categorias de Principais Assuntos de Auditoria

Assunto	Quantidade	Vinculado a nota explicativa
Ativos biológicos	5	SIM
Benefícios a empregados	6	SIM
Provisões e contingências	48	SIM
Continuidade operacional e escândalos corporativos	19	NÃO
Estoques	4	SIM
Imobilizado	3	SIM
Instrumentos financeiros	11	SIM
Intangível	10	SIM
Participações societárias	7	SIM
Combinação de negócios	8	SIM
Tributos e realização de tributos diferidos	29	SIM
Reconhecimento de receita	43	NÃO
Valor recuperável (<i>Impairment</i>)	48	SIM
Clientes a receber, obrigações e fornecedores a pagar	13	SIM
Outros assuntos	23	
TOTAL	277	

A partir da observação evidenciada no quadro acima, é possível verificar que algumas categorias de PAA tiveram destaque, sendo evidenciadas em grande parte dos relatórios de auditoria das companhias analisadas. Já a evidenciação de PAA relacionados a outros itens não teve tanto destaque não sendo tão comum a sua evidenciação.

A categoria Provisões e contingências juntamente com a categoria Valor recuperável (*Impairment*) foram as categorias com maior número de PAA observados, sendo evidenciados em 48 oportunidades. Na maioria dos PAA relacionados a esses assuntos, a preocupação evidenciada no relatório de auditoria e apontada pelo auditor diz respeito ao julgamento quanto à classificação da probabilidade de perda de litígios no caso de Provisões e contingências. Já para a categoria Valor recuperável (*Impairment*), a preocupação está em torno do grau de subjetividade das premissas utilizadas nos cálculos e estimativas para a determinação do valor recuperável. Dessa maneira, os apontamentos giram em torno da preocupação com a sensibilidade com que tais valores poderão impactar as demonstrações financeiras.

Outro PAA bastante representativo no conjunto de dados, sendo a terceira categoria com maior quantidade de PAA divulgados, é a categoria Reconhecimento de Receita, evidenciada em 43 oportunidades. Nessa categoria, a principal preocupação do auditor diz respeito ao atendimento de critérios contábeis para o reconhecimento da receita, além da relevância dos saldos para as demonstrações financeiras. Conforme é demonstrado na tabela a seguir, essas três categorias de PAA, juntas, são responsáveis por 50% dos PAA evidenciados nos relatórios de auditoria analisados.

As demais categorias de PAA tiveram menor quantidades de PAA reportados e, assim, respondem por uma proporção menos significativa na composição total de PAA observados para as companhias da amostra. Uma análise em relação à representatividade de cada categoria de PAA perante o todo pode ser extraída por meio da observação da tabela abaixo.

Tabela 2: Composição dos PAA estratificados em categorias

Categoria	Percentual
Ativos biológicos	1,81%
Benefícios a empregados	2,17%
Provisões e contingências	17,33%
Continuidade operacional e escândalos corporativos	6,86%
Estoques	1,44%
Imobilizado	1,08%
Instrumentos financeiros	3,97%
Intangível	3,61%
Participações societárias	2,53%
Combinação de negócios	2,89%
Tributos e Realização de tributos diferidos	10,47%
Reconhecimento de receita	15,52%
Valor recuperável (<i>Impairment</i>)	17,33%
Clientes a receber, obrigações e fornecedores a pagar	4,69%
Outros assuntos	8,30%
TOTAL	100%

Como demonstrado acima, as categorias Provisões e contingências, Valor recuperável (*Impairment*) e Reconhecimento de receita são, nessa ordem, as mais representativas e com maior quantidade de PAA evidenciados nos relatórios de auditoria, sendo responsáveis em conjunto, pela metade do total de PAA evidenciados nos relatórios das companhias da amostra.

4.1.2 Retornos Anormais Acumulados (CAR)

O cálculo dos retornos anormais deu-se em função da observação da data de divulgação das demonstrações financeiras com o relatório de auditoria, evidenciando os principais assuntos de auditoria, sendo a data de divulgação de tais relatórios a data 0 (t_0) para estimação da janela de evento. Os cálculos foram realizados em função da observação do preço de cada ação, sendo considerada a cotação de fechamento ajustada para as datas constantes nas janelas de eventos a serem testadas, além do preço observado nas datas consideradas como janela de estimação.

É importante salientar que o cálculo dos retornos anormais a ser considerado neste trabalho está vinculado ao impacto da divulgação financeira propriamente dita como um todo, não devendo ser considerado que tais retornos anormais provenientes nos preços das ações aqui

calculados dizem respeito diretamente ao impacto dos PAA sobre os preços das ações das companhias contempladas na amostra utilizada.

Outro item que deve ser ressaltado é que, no Brasil, as companhias podem ter mais de um tipo de ação comercializada na B3, como, por exemplo, ações ordinárias, preferenciais e “units”, sendo que os retornos anormais calculados para cada uma dessas ações podem apresentar comportamentos distintos em relação à análise do evento - que é a divulgação dos PAA para as companhias da amostra. Nesse sentido, dentre as ações compreendidas na amostra, haverá casos em que existem ações preferenciais e também ordinárias da mesma companhia, sendo calculado o retorno anormal para cada um desses tipos de ação.

No cálculo dos retornos anormais para as ações das companhias, foi utilizado o Teste t como ferramenta para avaliar o grau de confiança dos retornos anormais calculados para cada dia na janela do evento. A operacionalização do cálculo do Teste t consiste na divisão do retorno anormal (calculado para cada dia da janela do evento) pelo erro padrão obtido para o conjunto de dias inseridos na janela de estimação. O escore obtido com essa divisão determina o nível de significância do retorno anormal obtido naquela data, podendo ser 10% (caso o escore absoluto obtido seja superior a 1,64), 5% (caso o escore obtido seja superior a 1,96), e 1% (caso o escore obtido seja superior a 2,57).

No Anexo 1, é apresentado o quadro contendo os resultados dos cálculos dos retornos anormais para cada dia da janela de evento considerando o período de 5 dias antes e 5 dias após o evento (divulgação das demonstrações financeiras com o relatório de auditoria evidenciando os PAA).

Analisando as informações do Anexo 1, observa-se que algumas companhias apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos quando analisadas individualmente em cada um dos dias no período compreendido entre 5 dias antes e 5 dias após a divulgação da demonstração financeira com o relatório de auditoria contendo os principais assuntos de auditoria. É o caso, por exemplo, da ABEV3 ON, que obteve retorno anormal negativo de 3,15% em t0, sendo significativo a 1%, além de em t3 e em t4 obter retorno anormal negativo significativo a 5% (-2,04%), e retorno anormal positivo (2,54%).

Outro caso de ação que obteve retornos anormais significativos em algum dos dias da janela temporal analisada é a SMT03 ON, que obteve retorno anormal positivo significativo a 5% em t-1 (+3,86%), retorno anormal negativo em t0 (-3,61%), e retorno anormal positivo em t1 (+3,37%).

Dentre as 80 ações analisadas na amostra, apenas 32 delas não apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos em nenhum dia do período analisado. Por

consequência, 48 ações apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos a pelo menos 10% em ao menos um dos dias analisados no período.

Considerando os 880 resultados auferidos (11 dias analisados para 80 ações), é possível verificar que em 71 oportunidades (cerca de 8%) foi possível encontrar retorno anormal significativo a pelo menos 10%, sendo constatado 17 resultados com significância a 1%, 24 resultados com significância a 5%, e outros 30 resultados com significância nos retornos anormais a 10%.

Analisando individualmente cada dia do período, os resultados mostram concentração de retornos anormais significativos para as ações analisadas nos dias mais próximos à data do evento, sendo que no dia anterior ao evento ($t-1$) foram identificadas 7 ações com retornos anormais, no dia do evento (t_0) foram identificadas 9 ações com retornos anormais, e no dia posterior à data do evento foram identificadas 16 ações com retornos anormais. Esses resultados demonstram haver indícios de vazamentos de informações financeiras, uma vez que 1 dia antes da divulgação o mercado acionário já pôde sentir tais efeitos. No entanto, era de se esperar que a partir de t_0 esses efeitos fossem mais acentuados.

Outros dias em que também houve número elevado de ações com retornos anormais significativos foram 5 dias antes do evento ($t-5$), com 9 observações, e 4 dias após o evento ($t+4$), com 10 observações. Por outro lado, foi constatado que 4 dias antes do evento ($t-4$) foi o único dia no período analisado em que não houve retorno anormal significativo para nenhuma das ações da amostra.

Como o propósito deste trabalho é testar retornos anormais acumulados em janelas temporais circundando a data do evento, esses foram acumulados levando em consideração as janelas de eventos propostas a serem testadas no estudo, sendo demonstradas no quadro apresentado no Anexo 2.

4.1.3 Variáveis de controle

As estatísticas descritivas das variáveis de controle estão apresentadas na tabela a seguir.

Tabela 3: Estatística descritiva das variáveis de controle

Medida Estatística	Variáveis				
	MUD	ANA	TAM*	END	REN
Média	0,19	0,58	46.974	0,63	0,05
Desvio padrão	0,39	0,23	130.455	0,22	0,08
Coeficiente de Variação	2,09	0,40	2,78	0,35	1,55
Mínimo	0	0	907	0,20	- 0,10
Primeiro Quartil	0,00	0,44	5.786	0,49	0,00
Mediana	0,00	0,56	13.537	0,64	0,04
Terceiro Quartil	0,00	0,75	33.407	0,78	0,08
Máximo	1	1	804.945	1,43	0,44
Observações	80	80	80	80	80

(*) apresentado em milhões de reais.

A variável Mudança de auditoria é uma variável binária, a qual indica se a companhia teve seu relatório de auditoria do exercício findo em 2016 emitido por empresa de auditoria diferente da que emitiu o mesmo relatório para o período findo em 2015, evidenciando, portanto, se a companhia da amostra trocou de empresa prestadora de auditoria. Nesse sentido, para 15 ações (sendo 14 companhias) houve troca de empresa de auditoria no período.

Para a variável Analistas, foi utilizado o método de Range 0 a 1 levando-se em consideração o número de analistas que emitiram opinião de lucro para as companhias da amostra para o ano de 2016. Nesse sentido, algumas companhias não tiveram a cobertura de analistas, sendo, portanto, atribuído o escore 0 a elas. Por outro lado, a companhia da amostra com o maior número de analistas tinha a cobertura de 16, sendo, portanto, atribuído o escore 1 a ela. As demais, tiveram seu escore definido através da subtração do número de analistas que a acompanham pelo número mínimo encontrado entre as observações e, seu resultado dividido pela amplitude da observação do número de analistas para as observações seguindo os preceitos estabelecidos em Fávero *et al.* (2009).

Em relação a variável Endividamento, foi utilizado o grau de alavancagem das companhias da amostra, sendo estabelecido pela razão entre o exigível total e o ativo total da companhia. Os resultados evidenciam que as companhias da amostra possuem grau médio de alavancagem tendo em média 63% de seus recursos financiados por terceiros, no entanto, existem alguns *outliers* com alto grau de endividamento, como, por exemplo, a GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A (*ticker* GOLL4 na B3), que auferiu valores de obrigações superiores ao valor de seus ativos, apresentando 143% de seu ativo total comprometido com endividamento.

Como medida de desempenho para mensurar a Rentabilidade das companhias da amostra, foi utilizado o ROA (*Return On Assets*), cujos valores foram obtidos pela razão entre o lucro líquido e o ativo total médio, revelando que as companhias da amostra tiveram, em

média, R\$ 0,05 de lucro líquido para cada R\$ 1,00 de ativo total. No entanto, a amplitude é grande em termos de rentabilidade, tendo, na amostra, desde companhias que apresentaram prejuízo no montante de até 10% do total do ativo até companhias que tiveram 44% de rentabilidade sobre o ativo total.

Já em relação à variável Tamanho, foi utilizado o logaritmo do valor do ativo total da companhia, e percebe-se que existe grande variabilidade de companhias quanto a esse item dentre as companhias da amostra, uma vez que existe grande diferença entre a média e a mediana do ativo total das companhias. Além disso, existe também uma vasta amplitude entre elas no sentido de que a menor companhia tem ativo total de menos de R\$ 1 bilhão (que é a Arezzo Indústria e Comércio S.A representada pelo *ticker* ARZZ3 na B3), e a maior companhia é mais de 800 vezes maior, apresentando ativo total de quase R\$ 805 bilhões (que é a Petróleo Brasileiro S.A - Petrobrás representada pelos *tickers* PETR3 e PETR4 na B3).

4.2 ANÁLISE INFERENCIAL

Para a obtenção dos resultados inferenciais propostos neste estudo, a metodologia utilizada foi a utilização de regressão com corte transversal de dados (*cross section*), tal como mencionado no tópico 3.5 deste trabalho. Tal escolha deu-se em função de que a evidenciação de principais assuntos de auditoria no Brasil passou a ser obrigatória apenas após o exercício findo de 2016 e, dessa maneira, ainda não é possível a obtenção de dados de várias séries temporais para a execução de um painel de dados.

4.2.1 Teste de especificação do modelo

Preliminarmente, alguns testes foram realizados para avaliar a especificidade do modelo. Para verificar se as variáveis utilizadas no estudo possuem uma distribuição normal, foi utilizado o teste de *Kolmogorov-Smirnov*, cujos resultados são demonstrados a seguir:

Tabela 4: Teste *Kolmogorov-Smirnov* de normalidade

Variável	p-valor
Quantidade de PAA	0,001
Ativos biológicos	0,000
Benefícios a empregados	0,000
Provisões e contingências	0,000
Continuidade operacional e escândalos corporativos	0,000
Estoques	0,000
Imobilizado	0,000
Instrumentos financeiros	0,000
Intangível	0,000
Participações societárias	0,000
Combinações de negócios	0,000
Tributos e realização de tributos diferidos	0,000
Reconhecimento de receita	0,000
Valor recuperável (<i>Impairment</i>)	0,000
Clientes a receber, obrigações e fornecedores a pagar	0,000
Outros assuntos	0,000
Mudança de auditoria	0,000
Analistas	0,190
Tamanho	0,891
Endividamento	0,851
Rentabilidade	0,136
CAR (t-5 a t+5)	0,453
CAR (t-3 a t+3)	0,717
CAR (t-1 a t+1)	0,559
CAR (t-5 a t0)	0,346
CAR (t-3 a t0)	0,221
CAR (t-1 a t0)	0,213
CAR (t0)	0,323
CAR (t0 a t+1)	0,206
CAR (t0 a t+3)	0,766
CAR (t0 a t+5)	0,858

Os resultados demonstram que apenas a variável dependente (podendo ser qualquer uma das janelas a serem utilizadas) e as variáveis Analistas, Tamanho, Endividamento e Rentabilidade mostraram-se com distribuição normal. Para todas as demais variáveis, rejeitou-se a hipótese nula de normalidade.

Uma vez que efetuado o teste para verificar a normalidade dos resíduos e constatado p-valor inferior a 0,05, foi utilizado alternativamente o teste não paramétrico para a extração das inferências, sendo o coeficiente de correlação de *Spearman* adotado para verificar a correlação existente entre a evidenciação da quantidade ou da quantidade por categoria dos principais assuntos de auditoria e os retornos anormais acumulados em cada uma das janelas de evento

testadas, resultados os quais serão apresentados detalhadamente na seção 4.2.2 deste trabalho, a seguir.

Uma premissa que deve ser observada para regressão de dados é a verificação do diagnóstico de multicolinearidade, o qual, segundo Fávero *et al.* (2009), relaciona-se à identificação de altas correlações entre variáveis explicadas, e pode ser verificado através da observação dos coeficientes na matriz de correlação. Uma outra maneira de verificar aspectos relacionados à multicolinearidade é a observação dos valores VIF (*Variance Inflation Factor*), sendo que valores de VIF superiores a 10 podem afetar a regressão, ocasionando perda de variância explicada.

Durante o processo de verificação de colinearidade, foi necessário expurgar a variável Quantidade de PAA, pois seus valores correspondem exatamente à soma dos PAA subdivididos em cada categoria, resultando assim em colinearidade exata.

Quando testada individualmente a variável Quantidade de PAA juntamente com as variáveis de controle, os valores VIF ficaram entre 1,025 (número de analistas) e 1,362 (Rentabilidade), mantendo-se, portanto, dentro dos limites aceitos, e concluindo que não há indícios de multicolinearidade entre as variáveis.

Ao efetuar os testes utilizando as categorias de PAA juntamente com as variáveis de controle, os resultados para o teste VIF ficaram entre 1,249 (número de analistas) e 2,252 (Tributos e realização de tributos diferidos), portanto, dentro dos limites aceitáveis. Desse modo, nesse caso, também não existem indícios de multicolinearidade entre as variáveis.

Outro item ainda que foi analisado antes da regressão foi a verificação da existência de heterocedasticidade. Para a verificação quanto a este item, optou-se pela aplicação do Teste de *White*. Na tabela abaixo, são apresentados os resultados utilizando cada uma das janelas de evento propostas para o teste neste estudo.

Tabela 5: Teste de *White*: Diagnóstico de heterocedasticidade

Janela de evento a ser testada	p-valor
CAR (t-5 a t+5)	0,536
CAR (t-3 a t+3)	0,824
CAR (t-1 a t+1)	0,419
CAR (t-5 a t0)	0,056
CAR (t-3 a t0)	0,082
CAR (t-1 a t0)	0,197
CAR (t0)	0,699
CAR (t0 a t+1)	0,755
CAR (t0 a t+3)	0,989
CAR (t0 a t+5)	0,945

Com base nos resultados acima, dada a significância de 5% estabelecida para este trabalho, é possível depreender que, em qualquer modelo de regressão que utilize qualquer uma das 10 janelas de evento acima especificadas como variável dependente, foi aceita a hipótese nula do teste para heterocedasticidade, ou seja, não foi encontrado heterocedasticidade no modelo de regressão. Dessa maneira, não foi constatada a necessidade de efetuar nenhum tipo de procedimento para correção de heterocedasticidade de resíduos para o modelo.

Uma vez executados os testes preliminares e atendidos os pressupostos do modelo de regressão, foram executados os testes envolvendo primeiramente a regressão *cross-section*, efetuada para o modelo considerando apenas a observação da quantidade total de PAA evidenciada nos relatórios de auditoria, testando as 10 janelas de evento anteriormente especificadas, e posteriormente a regressão utilizando como variável a quantidade por categoria de PAA.

4.2.2 Análise de Correlação

A análise de correlação tem como objetivo mensurar a intensidade ou o grau de associação entre duas variáveis (Gujarati, 2011), resultando em um índice que assumirá valores de -1 a +1. Quanto mais próximo das extremidades, ou seja, valores mais próximos de -1 e +1, há a indicação de maior intensidade de correlação linear entre as variáveis relacionadas. Por outro lado, valores próximos a zero indicam fraca correlação, demonstrando que, até certo ponto, essas variáveis são independentes entre si. A análise de correlação mostra-se como ferramenta preliminar de análise da relação existente entre as variáveis estudadas, no entanto, conforme sinalizam Fávero *et al.* (2009), a análise de correlação sinaliza apenas a força e a direção da relação entre as variáveis, não sendo concludente entre si, uma vez que não permite verificar relação de causalidade.

As tabelas de correlação são apresentadas nos Anexos 3, 4 e 5 deste trabalho.

Analizando os resultados para as correlações entre as variáveis, nota-se a existência apenas de correlações consideradas fracas ou no máximo moderadas, uma vez que não foram identificadas correlações com coeficiente igual ou superior a 0,6. No entanto, os sinais para os coeficientes mostraram-se conforme o esperado.

Em relação à variável mudança de auditoria, nota-se uma correlação moderada e positiva com a evidenciação de PAA referentes à categoria estoques, demonstrando aparentemente que, quando há troca de auditoria, a nova companhia de auditoria dispensa maior

atenção a esse grupo do balanço. Já em relação à variável analistas, não se notou correlação significativa com nenhuma das demais variáveis.

Para a variável Tamanho, é evidenciada correlação positiva, ainda que com intensidade fraca, com relação à quantidade de PAA divulgados e instrumentos financeiros. O tamanho da empresa também teve correlação moderada e positiva com a evidenciação de PAA sobre continuidade operacional e escândalos corporativos e PAA sobre tributos e realização de tributos diferidos, indicando que companhias maiores são mais propensas a apresentar PAA sobre esses itens em seu relatório de auditoria. A variável Tamanho também se mostra como sendo negativamente correlacionada de maneira moderada com a evidenciação de PAA sobre reconhecimento de receita. Esses resultados apontam no sentido de inferir que, empresas maiores parecem ter uma tendência a apresentar uma quantidade maior de PAA no seu relatório de auditoria, justamente pela complexidade de suas operações, estando mais suscetíveis a esses apontamentos. Empresas maiores também são mais suscetíveis ao surgimento de escândalos corporativos e, inversamente a isso, são menos propensas a ter apontamentos sobre a questão de reconhecimento de receita, provavelmente pelo fato de ter uma estrutura maior, possuindo controles que permitam inibir a ocorrência de reconhecimento de receita sem o devido atendimentos aos critérios que são necessários.

Em relação à variável Endividamento, os resultados demonstram correlação fraca e positiva com quantidade total de PAA além das categorias continuidade operacional e escândalos corporativos, e correlação fraca e negativa com relação à categoria clientes a receber, obrigações e fornecedores a pagar. A variável Endividamento mostrou-se ainda correlacionada de maneira positiva e moderada com relação à categoria tributos e realização de tributos diferidos. Esses resultados indicam existir uma tendência no sentido de que companhias com maior índice de endividamento apresentam mais apontamentos de auditoria em seus relatórios e estão mais propensas a ter apontamentos relacionados à continuidade operacional e escândalos corporativos, justamente pelo risco em si da situação de endividamento, além de estarem mais propensas a ter questionamentos com relação à recuperabilidade dos valores inscritos como tributos a recuperar e diferidos em suas demonstrações financeiras.

Já em relação à variável Rentabilidade, os coeficientes (exceto para reconhecimento de receita) são negativos e com intensidade moderada, ou seja, quanto menos rentáveis são as companhias, maior é a tendência de evidenciação de um maior número de PAA no relatório de auditoria, maior é a evidência de PAA relacionados à continuidade operacional e escândalos corporativos e tributos e realização de tributos diferidos. Esses três últimos apresentam níveis de significância de 1%, e correlações de nível moderado.

Em relação à correlação envolvendo os retornos anormais auferidos nas janelas de evento testadas, com exceção da categoria benefícios a empregados, as correlações referentes as demais categorias que foram significativas a no mínimo 5%, todas tiveram coeficiente negativo, ou seja, a evidenciação de PAA está correlacionada a retornos anormais negativos. No entanto, nota-se que a maioria dessas correlações significativas surgem em janelas de evento envolvendo datas anteriores à t_0 , que é a data de divulgação do relatório de auditoria.

A única exceção é a categoria combinação de negócios que, a partir de t_0 , apresenta correlação negativa e significativa, incluindo t_0 (isoladamente) e a janela compreendendo t_0 a $t+1$, indicando que a evidenciação de PAA sobre combinação de negócios, embora com intensidade fraca, está correlacionada com retornos anormais negativos em t_0 e em t_0 a t_1 .

Outras variáveis não apresentam o mesmo comportamento, como, por exemplo, a variável continuidade operacional e escândalos corporativos. Para essa variável, que foi a variável que apresentou maior número de correlações significativas com as janelas de evento testadas, nota-se a existência de correlações significantes e negativas nas janelas de evento $t-5$ a $t+5$; $t-3$ a $t+3$; $t-5$ a t_0 ; $t-3$ a t_0 e em t_0 envolvendo essa categoria, porém, as correlações perdem significância em janelas pós divulgação do evento.

Nesse sentido, analisando isoladamente as correlações significativas a no mínimo 5%, os achados demonstram algumas (embora poucas) evidências para afirmar que a divulgação dos PAA relacionados a algumas categorias pode estar relacionada aos efeitos observados nos retornos das ações das companhias analisadas.

4.2.3 Resultados dos testes utilizando como variável a quantidade total de PAA

Primeiramente, o estudo buscou replicar no contexto brasileiro os testes efetuados em países europeus, os quais já adotam a divulgação dos PAA, com o objetivo de testar a associação existente entre a divulgação da quantidade total de PAA e o retorno anormal das ações. Os resultados do teste utilizando apenas como variável a quantidade total de PAA evidenciados são apresentados a seguir.

Tabela 6: Resultados da regressão *cross-section* para as janelas de evento testadas para a variável Quantidade Total de Principais Assuntos de Auditoria.

Variáveis		Janelas de eventos testadas									
		t-5 a t+5	t-3 a t+3	t-1 a t+1	t-5 a t0	t-3 a t0	t-1 a t0	t0	t0 a t+1	t0 a t+3	t0 a t+5
Constante	Coefficiente (p-valor)	0,19975 (0,2453)	0,17768 (0,2356)	0,03501 (0,7561)	0,12904 (0,2934)	0,09189 (0,3764)	0,06768 (0,4127)	0,08173 (0,1573)	0,04907 (0,5979)	0,16753 (0,1390)	0,15244 (0,2255)
Quantidade total de PAA	Coefficiente (p-valor)	-0,00970 (0,2064)	-0,00167 (0,8023)	-0,00017 (0,9723)	-0,00432 (0,4296)	-0,00095 (0,8369)	0,00024 (0,9461)	0,00208 (0,4180)	0,00166 (0,6899)	0,00136 (0,7857)	-0,00330 (0,5550)
Mudança de Auditoria	Coefficiente (p-valor)	-0,04530 (0,0537)*	0,02012 (0,1027)	-0,03284 (0,0341)**	-0,02482 (0,1371)	-0,00885 (0,5288)	-0,00514 (0,6454)	-0,00021 (0,9785)	-0,02791 (0,0292)**	-0,02462 (0,1089)	-0,02069 (0,2246)
Analistas	Coefficiente (p-valor)	-0,00498 (0,8979)	0,01653 (0,6255)	0,02042 (0,4254)	-0,01685 (0,5445)	0,00447 (0,8493)	0,00013 (0,9943)	0,01422 (0,2769)	0,03451 (0,1049)	0,02628 (0,3045)	0,02609 (0,3597)
Tamanho	Coefficiente (p-valor)	-0,00915 (0,2210)	-0,01010 (0,1221)	-0,00424 (0,3883)	-0,00687 (0,1987)	-0,00629 (0,1649)	-0,00478 (0,1849)	-0,00550 (0,0302)**	-0,00496 (0,2223)	-0,00931 (0,0599)*	-0,00777 (0,1558)
Endividamento	Coefficiente (p-valor)	0,06013 (0,1620)	0,07469 (0,0477)**	0,07672 (0,0078)***	0,06164 (0,0464)**	0,06817 (0,0100)***	0,05314 (0,0115)**	0,04005 (0,0064)***	0,06363 (0,0075)***	0,04658 (0,1000)*	0,03853 (0,2197)
Rentabilidade	Coefficiente (p-valor)	0,20761 (0,1089)	0,13485 (0,2302)	0,10166 (0,2313)	0,22771 (0,0150)**	0,12929 (0,0993)*	0,08084 (0,1936)	0,05075 (0,2407)	0,07157 (0,3063)	0,05630 (0,5048)	0,03065 (0,7441)
R ²		0,1502	0,1214	0,1481	0,1759	0,1334	0,1116	0,1642	0,1745	0,1166	0,0852
R ² ajustado		0,0803	0,0492	0,0781	0,1081	0,0622	0,0386	0,0955	0,1066	0,0440	0,0100
p-valor		0,0577*	0,1377	0,0616*	0,0246**	0,0969*	0,1810	0,0365**	0,0258**	0,1577	0,3517

(*) significante a 10%; (**) significante a 5%; (***) significante a 1%

Analisando os resultados demonstrados acima, nota-se que foram encontradas regressões com p-valor significativo a 5% quando testadas as janelas $t-5$ a t_0 ; t_0 e t_0 a $t+1$. No entanto, a regressão testada com a janela compreendendo t_0 a $t+1$ foi rejeitada, uma vez que o teste *Reset de Ramsey* acusou erro de especificação de modelo para essa regressão. Dessa maneira, ficam significativas as regressões utilizando as janelas $t-5$ a t_0 e também a janela compreendendo apenas t_0 .

No entanto, nota-se que a variável PAA contendo a quantidade total de principais assuntos de auditoria para nenhuma das janelas de evento testadas obteve significância a pelo menos 5%, uma vez que o p-valor apresentado para essa variável foi superior a 0,05.

Depreende-se, a partir dessas constatações, que não há elementos suficientes para concluir que a mera observação da quantidade total de principais assuntos de auditoria descritos no relatório do auditor independente poderia estar relacionada com a geração de retornos anormais nos preços das ações considerando o período temporal demonstrado em alguma das 10 janelas de evento testadas.

Os achados com relação a esse ponto estão em linha com os resultados encontrados por Gutierrez *et al.* (2016) e Lennox *et al.* (2017), que efetuaram pesquisas similares, porém, em outros ambientes informacionais, e também concluíram não haver evidências de que um maior (menor) número absoluto de assuntos evidenciados no novo modelo de relatório de auditoria possa ser informativo, levando-se em consideração os mercados acionários daqueles países.

Esses resultados, portanto, sugerem para essa regressão a aceitação da hipótese de pesquisa estabelecida neste trabalho, uma vez que infere-se que a observação quanto à quantidade total de PAA evidenciados nos relatórios de auditoria não possui relevância informacional ao mercado acionário, uma vez que não foi possível a observação de retornos anormais para as ações da amostra dado o modelo que foi estabelecido para este trabalho.

4.2.4 Resultados dos testes utilizando como variável a quantidade por categoria de PAA

Paralelamente aos testes executados utilizando como variável a quantidade total de PAA evidenciados nos relatórios de auditoria, este estudo efetuou testes utilizando também a variável quantidade por categoria de PAA evidenciada nos relatórios de auditoria, com o objetivo de efetuar comparações entre os resultados alcançados nas duas regressões e avançar a análise sobre o tema, buscando encontrar possíveis efeitos na relação de retornos anormais observados para janelas de eventos utilizando categorias específicas de PAA divulgados nos relatórios de auditoria. Os testes foram executados utilizando-se as mesmas 10 janelas de evento testadas e

as mesmas variáveis de controle para o modelo, substituindo-se apenas a variável independente quantidade total de PAA por várias variáveis independentes contendo a quantidade por categoria de PAA evidenciados nos relatórios de auditoria analisados. Os resultados são elencados na tabela a seguir.

Tabela 7: Resultados da regressão *cross-section* para as janelas de evento testadas para as variáveis contendo a categoria dos Principais Assuntos de Auditoria.

Variáveis	Janelas de evento testadas										
		t-5 a t+5	t-3 a t+3	t-1 a t+1	t-5 a t0	t-3 a t0	t-1 a t0	t0	t0 a t+1	t0 a t+3	t0 a t+5
Constante	Coefficiente (p-valor)	0,09664 (0,6214)	0,06918 (0,6800)	-0,03877 (0,754)	0,02886 (0,8394)	-0,00630 (0,9558)	-0,00529 (0,9494)	0,03230 (0,5937)	-0,00118 (0,9911)	0,10779 (0,3934)	0,10008 (0,4745)
Ativos Biológicos	Coefficiente (p-valor)	0,03056 (0,5190)	0,02879 (0,4788)	0,02607 (0,3854)	0,01255 (0,7160)	0,02062 (0,4551)	0,01972 (0,3311)	0,00647 (0,6586)	0,01282 (0,6145)	0,01464 (0,6311)	0,02448 (0,4696)
Benefícios a Empregados	Coefficiente (p-valor)	0,05513 (0,1511)	0,05693 (0,0850)*	0,04386 (0,0726)*	0,02943 (0,2908)	0,03626 (0,1056)	0,02670 (0,1045)	0,02133 (0,0739)*	0,03848 (0,0639)*	0,04201 (0,0905)*	0,04702 (0,0876)*
Provisões e contingências	Coefficiente (p-valor)	-0,00483 (0,7971)	-0,00555 (0,7308)	-0,00574 (0,6296)	-0,00951 (0,4880)	-0,00960 (0,3816)	-0,00553 (0,4920)	-0,00016 (0,9780)	-0,00037 (0,9705)	0,00389 (0,7478)	0,00452 (0,7363)
Continuidade operacional e escândalos corporativos	Coefficiente (p-valor)	-0,06461 (0,0048)***	-0,05649 (0,0041)***	-0,03689 (0,0105)**	-0,04362 (0,0087)***	-0,03684 (0,0057)***	-0,02505 (0,0101)**	-0,01505 (0,0313)**	-0,02689 (0,0270)**	-0,03470 (0,0175)**	-0,03603 (0,0257)**
Estoques	Coefficiente (p-valor)	-0,00523 (0,9087)	0,02874 (0,4630)	0,03829 (0,1875)	0,00897 (0,7869)	0,02259 (0,3958)	0,04045 (0,0413)**	0,02211 (0,1204)	0,01996 (0,4165)	0,02826 (0,3374)	0,00791 (0,8079)
Imobilizado	Coefficiente (p-valor)	-0,13088 (0,0240)**	-0,08618 (0,0803)*	-0,08846 (0,0162)**	-0,04848 (0,2434)	-0,03944 (0,2351)	-0,06767 (0,0068)***	-0,03254 (0,0675)*	-0,05333 (0,0843)*	-0,07928 (0,0333)**	-0,11493 (0,0060)***
Instrumentos Financeiros	Coefficiente (p-valor)	-0,03318 (0,2214)	-0,00746 (0,7470)	0,00085 (0,9603)	-0,01201 (0,5416)	-0,00299 (0,8491)	-0,0034 (0,7693)	-0,00418 (0,6163)	0,00005 (0,9975)	-0,00866 (0,6184)	-0,02535 (0,1912)
Intangível	Coefficiente (p-valor)	-0,01534 (0,6217)	-0,01019 (0,7022)	-0,01953 (0,3223)	-0,01631 (0,4718)	-0,01792 (0,3235)	-0,02123 (0,1133)	-0,01565 (0,1072)	-0,01395 (0,4048)	-0,00792 (0,6924)	-0,01467 (0,5091)
Participações Societárias	Coefficiente (p-valor)	-0,00690 (0,8504)	0,02097 (0,5045)	0,00795 (0,7314)	0,02502 (0,3495)	0,03165 (0,1407)	0,02028 (0,1975)	0,02253 (0,0502)*	0,01019 (0,6047)	0,01185 (0,6155)	-0,00940 (0,7192)
Combinação de Negócios	Coefficiente (p-valor)	-0,03034 (0,3711)	-0,02547 (0,3811)	-0,02300 (0,2848)	-0,01249 (0,6124)	-0,01330 (0,4998)	-0,00983 (0,4970)	-0,01239 (0,2389)	-0,02556 (0,1632)	-0,02456 (0,2619)	-0,03024 (0,2135)
Tributos e realização de tributos diferidos	Coefficiente (p-valor)	-0,01931 (0,3934)	-0,00494 (0,7985)	-0,01013 (0,4790)	-0,01793 (0,2776)	-0,02026 (0,1265)	-0,02426 (0,0141)**	-0,00968 (0,1686)	0,00446 (0,7134)	0,00564 (0,6979)	-0,01105 (0,4933)
Reconhecimento de Receita	Coefficiente (p-valor)	-0,00906 (0,6271)	0,00808 (0,6137)	-0,00407 (0,7305)	-0,00142 (0,9168)	0,00485 (0,6551)	-0,00670 (0,4016)	0,00199 (0,7299)	0,00463 (0,6447)	0,00522 (0,6640)	-0,00565 (0,6714)
Valor recuperável (<i>Impairment</i>)	Coefficiente (p-valor)	0,00924 (0,6461)	0,01551 (0,3696)	0,00892 (0,4839)	0,01242 (0,3976)	0,01510 (0,2000)	0,01478 (0,0890)*	0,01215 (0,0543)*	0,00629 (0,5611)	0,01257 (0,3334)	0,00896 (0,5329)

Variáveis	Janelas de evento testadas											
	t-5 a t+5	t-3 a t+3	t-1 a t+1	t-5 a t0	t-3 a t0	t-1 a t0	t0	t0 a t+1	t0 a t+3	t0 a t+5		
Clientes a receber, obrigações e fornecedores a pagar	Coeficiente (p-valor)	-0,00546 (0,8218)	-0,00323 (0,8764)	0,00163 (0,9154)	-0,00126 (0,9433)	-0,00385 (0,7851)	0,00202 (0,8452)	-0,00353 (0,7864)	-0,00253 (0,8715)	-0,00735 (0,6717)		
Outros assuntos	Coeficiente (p-valor)	-0,02663 (0,1610)	-0,01974 (0,2249)	-0,00772 (0,5181)	-0,00780 (0,5704)	-0,00379 (0,7301)	-0,00404 (0,6159)	-0,00071 (0,9445)	-0,01298 (0,2873)	-0,01586 (0,2415)		
Mudança de Auditoria	Coeficiente (p-valor)	-0,03960 (0,1350)	-0,03190 (0,1598)	-0,03168 (0,0603)*	-0,01797 (0,3490)	-0,00334 (0,8271)	-0,00235 (0,8341)	-0,02733 (0,0565)*	-0,02656 (0,1199)	-0,01962 (0,2975)		
Analistas	Coeficiente (p-valor)	0,01807 (0,6717)	0,03206 (0,3819)	0,03989 (0,1427)	0,00044 (0,9888)	0,02453 (0,3247)	0,02668 (0,1465)	0,04224 (0,0691)*	0,03655 (0,1863)	0,04665 (0,1291)		
Tamanho	Coeficiente (p-valor)	-0,00617 (0,4657)	-0,00640 (0,3784)	-0,00164 (0,7589)	-0,00348 (0,5715)	-0,00291 (0,5546)	-0,00263 (0,4669)	-0,00289 (0,5245)	-0,00737 (0,1784)	-0,00657 (0,2783)		
Endividamento	Coeficiente (p-valor)	0,10827 (0,0302)**	0,10545 (0,0144)**	0,10529 (0,0012)***	0,08924 (0,0147)**	0,09461 (0,0015)***	0,09013 (5,93e-05)***	0,07107 (0,0088)***	0,06675 (0,0377)**	0,07494 (0,0355)**		
Rentabilidade	Coeficiente (p-valor)	0,15889 (0,2637)	0,08231 (0,4982)	0,06484 (0,4698)	0,16497 (0,1132)	0,04920 (0,5506)	0,03604 (0,5515)	0,0466 (0,5410)	0,05086 (0,5771)	0,01168 (0,9080)		
R ² ajustado p-valor	R ²	0,3228	0,3217	0,3728	0,3179	0,3615	0,4430	0,3553	0,3229	0,3045		
		0,0932	0,0918	0,1602	0,0867	0,1450	0,2541	0,1367	0,0934	0,0687		
	p-valor	0,1563	0,1597	0,0496**	0,1721	0,0660*	0,0060***	0,0767*	0,1560	0,2210		

(*) significante a 10%; (**) significante a 5%; (***) significante a 1%

Neste aprofundamento da análise, observadas agora as categorias de PAA divulgadas, nota-se que, dentre as 10 janelas de evento testadas, em três dessas janelas foi possível estabelecer um modelo regressivo com significância de 5%. As janelas $t-1$ a $t+1$ (compreendendo uma janela curta em torno do evento de 1 dia antes até 1 dia após o evento), a janela $t-1$ a t_0 (compreendendo 1 dia antes da divulgação da demonstração financeira com os principais assuntos de auditoria e o dia da divulgação), e a janela t_0 (a qual leva em consideração apenas os efeitos isolados em relação aos retornos anormais auferidos apenas no dia da divulgação de tais informações) mostraram-se como significantes nesse modelo. Nesse sentido, é possível concluir que janelas mais curtas ao redor do evento possuem maior capacidade de captar os efeitos de retornos anormais associados a algumas das categorias das variáveis testadas.

Para as demais janelas de evento, todas apresentam p-valor da regressão superior a 0,05 e, dessa forma, não é possível afirmar que existe um modelo regressivo em que as variáveis independentes relacionadas às categorias dos principais assuntos de auditoria possam provocar retornos anormais nas ações das companhias quando considerados os retornos anormais acumulados nas janelas de evento testadas. No entanto, é importante salientar que os resultados auferidos pelas janelas compreendendo $t-3$ a t_0 e t_0 a $t+1$ auferiram p-valor da regressão de 0,0660 e 0,0767, respectivamente, logo, embora tenham ficado pouco acima do limite de significância estabelecido para este trabalho (5%), merecem um ponto de observação, uma vez que seriam significantes em um estudo com grau de rigor um pouco inferior.

Considerando a janela de 3 dias circundando o evento ($t-1$ a $t+1$), nota-se uma regressão significativa a 5%, sendo possível relacionar os retornos anormais produzidos nessa janela de evento com a evidenciação de PAA de categorias como continuidade operacional e escândalos corporativos (p-valor de 0,0105), além da categoria Imobilizado (p-valor de 0,0162). Dado os resultados dos coeficientes para essas variáveis nessa regressão, que foram negativos, é possível afirmar que, considerando uma janela curta de 3 dias circundando o evento, a evidenciação de PAA dessas duas categorias podem estar relacionada à geração de retornos anormais negativos, sendo um indicativo de que PAA sobre essas categorias fornecem conteúdo informacional ao mercado e que esse o precifica de maneira negativa. Ainda com relação a essa janela de evento testada ($t-1$ a $t+1$), a categoria de PAA benefícios a empregados aparece como significante, porém, não a 5%, auferindo p-valor 0,0726, com coeficiente positivo, indicando que, dado um menor grau de rigorosidade, essa variável poderia fornecer conteúdo informacional útil ao mercado de modo que sua evidenciação poderia estar relacionada à geração de retornos anormais significativos nos preços das ações, considerada essa janela de evento.

Outra janela de evento que apresentou significância na relação entre retorno anormal e evidenciação de categorias de PAA foi a janela de 2 dias, compreendida entre $t-1$ a t_0 , tendo p-valor da regressão de 0,0060, e sendo, portanto, significativa a 1%. Nessa janela, as categorias imobilizado (p-valor 0,0068), continuidade operacional e escândalos corporativos (p-valor 0,0101), tributos e realização de tributos diferidos (0,0141) e estoques (p-valor 0,0413) mostraram-se como significantes a pelo menos 5%, fornecendo indícios de que a divulgação de conteúdo informacional acerca de assuntos dessas categorias de PAA podem ser informativas ao mercado, uma vez que possuem relação com geração de retornos anormais nos preços das ações auferidos para o período de $t-1$ a t_0 . O grau de coeficiente para essas variáveis é negativo (com exceção da variável estoques, que é positivo) indicando que o efeito de tais divulgações pode ter relação com a geração de retornos anormais negativos.

A regressão significativa na janela $t-1$ a t_0 , de certo modo, não era esperada, uma vez que esperava-se que a divulgação do novo formato de relatório de auditoria expandido, com o apontamento dos principais assuntos de auditoria, tivesse efeitos mais robustos a partir de t_0 , que é a data em que ocorre a divulgação de tais informações, de modo que somente após a divulgação o mercado, de posse de tais informações, precificaria os preços das ações considerando a nova divulgação e, dessa forma, os investidores pudessem alterar ou manter suas opções de investimento ocasionando retornos anormais nas cotações. Contudo, tais evidências apontam para a sinalização de um possível vazamento de informações, caracterizando uma possível imperfeição do mercado brasileiro. Assim, é possível haver vazamentos de informações e, então, ocorrer retornos anormais antes mesmo da data efetiva da divulgação, de modo a assumir que, em instantes anteriores à divulgação oficial e inserção do relatório na base da CVM, o mercado já estaria precificando essa informação.

Tal comportamento já foi abordado em trabalhos anteriores, como por exemplo, o de Belo e Brasil (2006), que constatarem indícios de reações antecipadas às divulgações, indicando possível vazamento de informações, e concluindo assim pela existência de assimetria informacional no mercado de capitais brasileiro.

Com relação à janela contemplando unicamente t_0 , também mostra-se como significativa a 1%, assim como a janela contemplando $t-1$ a t_0 , no entanto, para essa janela (t_0), mostra-se como significativa a nível de 5% apenas a categoria continuidade operacional e escândalos corporativos (p-valor 0,0313), indicando mais uma vez que a evidenciação de informações que dizem respeito à continuidade operacional das companhias ou a escândalos corporativos no relatório de auditoria possuem relação com a geração de retornos anormais negativos nos preços das ações na data de divulgação do evento.

Embora o nível de significância estabelecido para este estudo seja 5% e, portanto, as variáveis a seguir não sejam motivos de conclusões para este estudo, é importante salientar que, dada a observação nessa janela de evento, outras variáveis mostram-se como significativas a nível de 10%, tais como benefícios a empregados (p-valor de 0,0739), imobilizado (p-valor de 0,0675), participações societárias (p-valor 0,0502), e valor recuperável (*impairment*) (p-valor 0,0543). Isso mostra que caso o nível de significância do estudo fosse um pouco reduzido, essas categorias também poderiam ser consideradas úteis fornecendo informações ao mercado dada sua correlação com geração de retornos anormais a nível de 10% de significância.

A utilização de janelas curtas circundando a data da divulgação do relatório de auditoria com os principais assuntos de auditoria já foi objeto de estudos por outros autores que pesquisaram o tema, tais como Reid, Carcello, Li e Neal (2015), utilizando janela de 2 dias compreendida entre t_0 a $t+1$, Lennox, Schmidt e Thompson (2017), utilizando janela de 3 dias compreendida entre $t-1$ a $t+1$, Gutierrez, Meza, Tatum, Vulcheva (2016), utilizando janela de 2 dias compreendida entre t_0 a $t+1$, e Bedard, Besacier, Schatt (2014), utilizando janela de 3 dias compreendida entre $t+1$ a $t+3$. Nota-se, no entanto, que as janelas utilizadas por esses autores para estudo deste assunto compreendem janelas com mais de um dia e, em sua maioria, iniciando a partir da data do evento. Com exceção ao estudo de Lennox, Schmidt e Thompson (2017), os demais estudos não utilizaram janelas de evento considerando datas anteriores à divulgação dos principais assuntos de auditoria. Assim, os resultados encontrados nesta pesquisa mostram evidências que permitem verificar a existência de retorno anormal ocasionado pela divulgação de PAA em janelas diferentes das janelas usuais que foram utilizadas por outros estudos, evidenciando que, dependendo do ambiente informacional no qual os estudos sobre os PAA estão inseridos, seus efeitos poderão ser sentidos em datas diferentes, respeitando as características de cada ambiente informacional.

É importante destacar que os estudos quantitativos sobre o tema citados neste estudo foram desenvolvidos no continente europeu, ainda não tendo evidências de nenhum estudo realizado em países com características mais similares ao contexto brasileiro.

Em relação ao R^2 ajustado encontrado para as regressões considerando as janelas com significância estatística encontradas no modelo, nota-se um R^2 ajustado relativamente baixo, sendo 0,1602 para a janela contemplando o período $t-1$ a $t+1$, 0,2542 para a janela contemplando $t-1$ a t_0 , e 0,2414 para a janela apenas com t_0 , indicando que aproximadamente 16%, 25% e 24%, respectivamente, das alterações ocorridas no retorno anormal das ações das companhias analisadas são explicadas pelas variáveis explicativas expostas no modelo.

Esses resultados de R^2 encontrados nesta pesquisa para as janelas que apresentaram significância são compatíveis com os resultados encontrados em Reid, Carcello, Li e Neal (2015), que encontraram R^2 de 0,184 em sua pesquisa.

Em relação às variáveis independentes testadas, as quais foram cada uma das categorias de principais assuntos de auditoria, os resultados encontrados, de um modo geral, mostraram que nem todas as categorias de PAA possuem capacidade de fornecer conteúdo informacional relevante. A maioria das categorias de principais assuntos de auditoria não se apresentaram como sendo significativas e, portanto, admitindo as especificidades deste modelo testado, não se mostraram como relevantes na promoção de retorno anormal para as companhias testadas.

No entanto, algumas categorias de PAA foram significativas a pelo menos 5% quando testadas em algumas janelas de evento, dando indícios de que podem estar relacionadas com a geração de retornos anormais nos preços das ações. É o caso das variáveis continuidade operacional e escândalos corporativos, estoques, imobilizado, e tributos e realização de tributos diferidos. Logo, há evidências de que PAA que abordam assuntos relacionados a essas categorias podem fornecer conteúdo informacional útil ao mercado.

Em relação à variável continuidade operacional e escândalos corporativos, apresenta-se como significativa a pelo menos 5% em todas as 10 janelas de evento testadas, apresentando maior força nas janelas t-5 a t+5, t-3 a t+3, t-5 a t0, e t-3 a t0, sendo significativa a 1% quando consideradas essas janelas. Esses resultados mostram evidências de que, para essa categoria especificamente, o mercado parece promover uma espécie de ajuste de preço no valor das ações quando ocorre a formalização desses assuntos no relatório de auditoria. Assim, a forte correlação dessa variável com os retornos anormais em todas as janelas testadas reforça a hipótese de que essa categoria de PAA pode estar associada ao fornecimento de conteúdo informacional relevante ao mercado acionário brasileiro.

Analisando mais profundamente os dados da amostra sobre essa categoria, é possível encontrar 19 ocorrências de apontamentos relacionados a esse item, sendo relativos a 15 companhias da amostra. É importante salientar que, dentro dessa categoria de PAA, também se encontram PAA que mencionam aspectos relacionados à dificuldades financeiras das companhias, os quais foram classificados como sendo relacionados ao grupo “continuidade operacional” e, assim, integram esse grupo de PAA. Das 15 companhias, observa-se que, na janela de evento compreendendo t-1 a t+1, se analisado individualmente o retorno anormal auferido em cada um dos 3 dias que compõem essa janela, é possível encontrar retornos anormais significativos para 8 companhias (9 oportunidades) (CSNA3 ON; MRFG3 ON em t-1; ELET3 ON; ELET6 PNB; MRFG3 ON em t0; BEEF3 ON; EQTL3 ON; MYPK3 ON;

PETR4 PN em $t+1$), sendo que esses retornos anormais mostraram-se negativos (que era o sinal esperado para essa categoria de PAA) em 7 oportunidades, e apenas a PETR4 PN e a MYPK3 ON em $t+1$ apresentaram retorno anormal significativo positivo nessa janela. No entanto, revisitando o PAA da companhia Iochpe Maxion S.A (*ticker* MYPK3 ON na B3), embora para essa categoria de PAA seja originalmente esperado um sinal negativo de retorno anormal, é possível perceber uma conotação positiva no texto descrito pelo auditor, o qual demonstra que, apesar de a companhia estar com alto endividamento, cumpriu com as ações planejadas para o reestabelecimento do reequilíbrio da dívida no período passado já encerrado. Essas evidências apontam que há indícios de que a evidenciação dessa categoria de PAA pode fornecer conteúdo informacional útil ao mercado, produzindo assim efeitos nas ações das companhias.

Em relação à variável Imobilizado, aparece com significância de pelo menos 5% em 5 das 10 janelas de evento testadas, com ênfase nas janelas $t-1a$ a $t0$ e $t0$ a $t+5$, nas quais apresentou significância a 1%. Dentre as companhias da amostra, 3 delas apresentaram PAA dessa categoria, sendo Fibria Celulose S.A (FIBR3 ON), Klabin S.A (KLBN11 UNT) e Localiza Rent a Car S.A (RENT3 ON), e as duas primeiras tiveram retorno anormal negativo e significativo em $t0$ e em $t-1$, respectivamente, não ocorrendo o mesmo para a ação RENT3 ON, que apresentou retorno anormal positivo e significativo em $t-2$. Logo, essa variável também se mostra com indícios de que poderia estar relacionada com o fornecimento de informação relevante para o mercado, uma vez que está associada a variações nos retornos das ações.

Em relação as outras variáveis que apresentaram alguma significância em alguma das janelas testadas, os resultados não são tão robustos como as evidências encontradas para as categorias continuidade operacional e escândalos corporativos e imobilizado, no entanto, apresentam certa significância estatística.

A variável Estoques mostra-se como significante a 5% nos resultados da regressão para a janela $t-1$ a $t0$ (p-valor 0,0413), contudo, apenas 4 ações (3 empresas) que apresentaram apontamentos em relação a essa categoria de PAA, sendo ARZZ3 ON, EZTC3 ON, LAME3 ON, LAME4 PN. Para as duas primeiras, analisando isoladamente os efeitos dos retornos anormais nos 11 dias observados, não foram identificados retornos anormais significativos. Já para as ações da LAME3 e LAME4, embora tenham sido identificados retornos anormais significativos negativos, ocorrem apenas em $t-3$, ou seja, fora da janela em que a regressão se apresentou como significativa ($t-1$ a $t0$).

A categoria tributos e realização de tributos diferidos aparece como significante a 5% (p-valor 0,0141) para a regressão, utilizando a janela composta por $t-1$ a $t0$. Dentre as companhias que apresentaram PAA dessa categoria em suas demonstrações, totalizando 24

companhias (com 29 apontamentos), apenas em 3 delas observou-se retornos anormais significativos analisando isoladamente as datas $t-1$ e t_0 . Dessa maneira, os indícios não são robustos para afirmar que esta categoria teria potencial para gerar efeitos no retorno das ações e, então, apresentar evidências para afirmar que usuários das demonstrações utilizam-na para tomada de decisões.

Apenas a título de observação, é importante salientar ainda a categoria de PAA benefícios a empregados, a qual se mostrou significativa a nível de 10% em 6 das 10 janelas de evento testadas, demonstrando que, embora em menor escala com um grau menor de rigorosidade nos testes, essa categoria de PAA também estaria relacionada com oscilações nos preços das ações, fornecendo evidências de disponibilização de conteúdo informacional útil.

Diante das constatações elencadas neste capítulo, foi possível encontrar evidências de que a divulgação do conteúdo informacional relacionado a algumas das categorias de principais assuntos de auditoria no novo relatório de auditoria tiveram relação com a geração de retornos anormais nos preços das ações das companhias da amostra. As evidências encontradas são mais robustas à categoria continuidade operacional e escândalos corporativos, e à categoria imobilizado, para as quais a evidenciação de principais assuntos de auditoria dessas categorias de PAA no relatório de auditoria parece estar relacionada com o preço das ações, refletindo em retornos anormais. Sendo assim, podem ser úteis aos diversos usuários de demonstrações financeiras para suas tomadas de decisão. No entanto, são necessárias mais pesquisas em relação à intensidade desse impacto com o intuito de confirmar os resultados aqui encontrados.

Desta maneira, os achados desta pesquisa sugerem a rejeição da hipótese de pesquisa estabelecida neste estudo, uma vez que foi possível encontrar evidências que apontam no sentido de que o conteúdo informacional presente em algumas das categorias de principais assuntos de auditoria pode ser relevante do ponto de vista informacional para o mercado, estando relacionado com alterações nas precificações dos títulos no mercado acionário brasileiro, considerando a observação de janelas de evento curtas compreendendo 3 dias ao redor do dia de divulgação ($t-1$ a $t+1$), o dia anterior e o dia da divulgação ($t-1$ a t_0), e apenas o dia da divulgação dos principais assuntos de auditoria (t_0).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o intuito de fornecer evidências empíricas e práticas com relação aos impactos da divulgação dos principais assuntos de auditoria constantes no novo relatório de auditoria independente no mercado acionário brasileiro, esta pesquisa de cunho quantitativo, descritivo e exploratório realizou inferências estatísticas através da utilização de regressão com dados de corte transversal (*cross-section*), baseadas nos dados observados no primeiro ano em que foi obrigatória a divulgação no Brasil.

O estudo utilizou como pilar teórico os preceitos da Hipótese de Mercado Eficiente, a literatura sobre *Value Relevance*, além da abordagem relacionada à questão da assimetria informacional presente nos ambientes informacionais. Já em relação a termos metodológicos, consistiu em calcular os retornos anormais para o período de 11 dias de negociações na Brasil Bolsa Balcão – B3 circundando o dia em que as companhias da amostra divulgaram as demonstrações financeiras com o relatório de auditoria contendo a evidenciação dos principais assuntos de auditoria.

Utilizando a técnica estatística de regressão com corte transversal de dados (*cross-section*), o estudo testou 10 janelas de eventos diferentes ao redor do dia da divulgação das demonstrações financeiras contendo o relatório de auditoria com a evidenciação dos PAA. Tais testes objetivaram aprofundar a discussão sobre o tema obtendo evidências do fornecimento de conteúdo informacional em janelas distintas das janelas testadas em outros estudos.

Alguns estudos foram sendo elaborados sobre os efeitos da evidenciação dos principais assuntos de auditoria, estudos esses desenvolvidos principalmente no continente europeu, abordando a questão usando como *proxy* a quantidade de PAA evidenciados nos relatórios de auditoria, concluindo, em sua maioria, pela rejeição de que a divulgação da quantidade total de PAA possa fornecer conteúdo informacional útil para o mercado. Os resultados encontrados neste estudo também colaboram com essa linha de pensamento, concluindo que não ser possível verificar evidências de que a observação apenas da quantidade total de PAA evidenciados nos relatórios de auditoria, no contexto brasileiro, seja capaz de fornecer informação útil e relevante ao mercado. Tal constatação deu-se em função de que em nenhuma das 10 janelas de eventos testadas houve regressão significativa a nível de 5%, em que a variável quantidade de PAA mostrasse como sendo significativa a pelo menos 5%, para que pudesse demonstrar que essa variável tem relação com a geração de retornos anormais.

Nesse sentido, conclui-se que o mercado, de um modo geral, não “penaliza” empresas que apresentam relatórios de auditoria extensos com muitos pontos nele elencados, e também

não “bonifica” relatórios curtos com uma quantidade mínima de pontos evidenciados. Portanto, não foi possível obter indícios de que a quantidade total de PAA evidenciados forneça conteúdo informacional para o mercado para a tomada de decisões de investimento, não tendo relação com possíveis retornos anormais nos preços das ações das companhias.

No entanto, este trabalho avançou a discussão sobre o tema e propôs a análise não somente da quantidade “fechada” de PAA evidenciados nos relatórios, mas também a observação da categoria às quais os PAA evidenciados no relatório de auditoria estão ligados. Sob esse ponto de vista, o estudo encontra efeitos significativos relacionados ao valor do conteúdo informacional de algumas categorias de divulgação de PAA. Quando observadas as categorias dos PAA, observou-se regressão significativa a nível de 5% em três das janelas testadas, sendo a janela de evento de três dias circundando a data do evento ($t-1$ a $t+1$), a janela de evento envolvendo um dia antes e o dia da divulgação das informações ($t-1$ a t_0), além da janela de evento envolvendo apenas os retornos anormais no dia da divulgação das informações (t_0). Nota-se, assim, um efeito mais acentuado em janelas curtas e mais próximas à data de divulgação do relatório de auditoria evidenciando os principais assuntos de auditoria.

Os resultados da regressão concluíram que algumas categorias de PAA mostraram-se como sendo significativas, podendo estar relacionadas com a geração de retornos anormais negativos nas janelas significantes e, assim, podem ser relevantes no sentido de fornecer conteúdo informacional útil ao mercado. A categoria de PAA continuidade operacional e escândalos corporativos mostrou-se como sendo significativa em todas as janelas de evento testadas, com nível de significância de 5%. Isso demonstra que o conteúdo informacional fornecido pela evidenciação dessa categoria de PAA pode ser importante para que os usuários das informações tomem suas decisões, uma vez que foi constatada relação dessa variável com retornos anormais negativos nos preços das ações.

Outra categoria de PAA que também mostrou-se como sendo significativa para a regressão estabelecida para as janelas de evento englobando $t-1$ a $t+1$ e $t-1$ a t_0 foi a categoria imobilizado, demonstrando que o conteúdo informacional divulgado nessa categoria de PAA também pode ser útil para o mercado, uma vez que está associado à geração de retornos anormais negativos para as janelas de evento testadas. É importante salientar ainda, que essa variável mostrou-se como sendo significativa em 5 das 10 janelas de evento testadas.

Outras variáveis que também mostraram-se como relevantes considerando as 3 janelas de evento que apresentaram regressão significativa a 5% foram as categorias de PAA estoques e tributos e realização de tributos diferidos. Para essas variáveis, nota-se um efeito menor do que as duas categorias anteriores que apresentaram significância, uma vez que se mostraram

como significantes a nível de ao menos 5% apenas na regressão estabelecida com retornos anormais utilizando a janela de evento t-1 a t0.

Nesse sentido, os resultados encontrados neste estudo permitem rejeitar a hipótese estabelecida para este trabalho ao sugerir que a divulgação do conteúdo informacional relacionado a algumas categorias de PAA possui relação com a geração de retornos anormais no mercado acionário brasileiro e, dessa maneira, pode ser útil aos usuários para a tomada de decisões de investimento.

Este estudo, infelizmente, pelo fato da obrigatoriedade da divulgação de principais assuntos de auditoria ser ainda recente no Brasil, apresenta como uma de suas limitações a questão da utilização de apenas uma série temporal para verificação dos dados, não sendo possível constatar se tais efeitos encontrados tiveram consistência em relação a períodos posteriores.

A análise em períodos posteriores ao utilizado neste estudo é de fundamental importância para a extração de inferências mais robustas, uma vez que, por 2016 ser o primeiro ano de utilização da norma, os auditores no Brasil poderiam ainda não estar totalmente familiarizados com todos os aspectos da norma. Dessa forma, nos períodos seguintes pode ser observado um efeito de aprendizagem por parte da utilização do novo relatório de auditoria com a evidenciação dos PAA por parte de auditores bem como investidores e demais usuários dessas informações para a tomada de decisão.

Como pesquisas futuras, sugere-se justamente a utilização de mais períodos temporais, podendo ser efetuadas regressões por meio de dados em painel para confirmar a hipótese de que tais efeitos observados neste estudo também podem ser observados em outros futuros. A inserção de outras variáveis para controlar possíveis efeitos estranhos à regressão também deve ser considerada como sugestão para ser utilizada em pesquisas futuras.

REFERÊNCIAS

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism.” *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Albanez, T. (2008). *Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, São Paulo, Brasil.
- Almeida, M. C. (2012). *Auditoria – Um curso moderno e Completo*. (8ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Armour, J., Hansmann, H., & Kraakman, R. (2009). *Agency problems, legal strategies, and enforcement*. Working paper 135/2009. University of Oxford, Yale Law School, Harvard Law School, European Corporate Governance Institute.
- Aquino, A. C. B.; & Cardoso, R. L. (2009). O Reconhecimento Contábil e as Teorias Contratuais da Firma. *Pensar Contábil*, 11(44), 32-38.
- Bailey, W., Karolyi, G. A., & Salva, C. (2006). The economic consequences of increased disclosure: Evidence from international cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 81, 175-213.
- Ball, R.; & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Barth, M. E. (2000). Valuation-based accounting research: Implications for financial reporting and opportunities for future research. *Accounting and Finance*, 40, 7-31.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W.R. (2001). The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77-104.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual Earnings Announcements empirical research in accounting: select studies. *Journal of Accounting Research*, 6 (Supplement), 67-92.
- Bédard, J., Besacier, N. G., & Schatt, A. (2014). *Costs and Benefits of Reporting Key Audit Matters in the Audit Report: The French Experience*. Working paper. Université Laval, University of Grenoble, HEC Lausanne - Université de Lausanne.
- Bédard, J., Coram, P., Espahbodi, R., & Mock, T. J. (2016). Does recent academic research support changes to audit reporting standards? *Accounting Horizons*, 30(2), 255-275.
- Belo, N. M., & Brasil, H. G. (2006). Assimetria informacional e eficiência semiforte do mercado. *Revista de Administração de Empresas*, 46, 48-57.
- Benninga, S. (2014). *Financial Modeling*. (4ª ed.). London: The Mit Press.
- Beuren, I. M. (2013). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade*. (3ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Bolsa Brasil, Balcão (B3). (2018). *Índice Brasil 100 (IBrX 100)*. Recuperado de: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm
- Boolaky, P. K., & Quick, R. (2016). Bank directors’ perceptions of expanded auditors’ reports. *International Journal of Auditing*, 20, 158-174.
- Boynton, W. C., Johnson, R. N., & Kell, W. G. (2002). *Auditoria*. Tradução: José Evaristo dos Santos. São Paulo: Atlas.
- Brasel, K., Doxey, M. M., Grenier, J. H., & Reffett, A. (2016). Risk disclosure preceding negative outcomes: The effects of reporting critical audit matters on judgments of auditor liability. *Current Issues in Auditing*, 10(2), 1-10.
- Burgstahler, D., Kinney, W., & Martin, R. (2002). Earnings surprise “materiality” as measured by stocks return. *Journal of Accounting Research*, 40(5), 1297-1329.

- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2003). Estudo de eventos: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(3), 1-20.
- Camargos, M. A., & Romero, J. A. R. (2006). Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro a eventos corporativos: teste conjunto da hipótese de eficiência do mercado. *Revista de Gestão – USP*, 13(3), 57-74.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & Mackinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Chen, P., & Zhang, G. (2007). How do accounting variables explain stock price movements? Theory and evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 43, 219-244.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., & Chang, E. P. C. (2007). Are family manager's agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms. *Journal of Business Research*, 60(10), 1030-1038.
- Christensen, B. E., Glover, S. M., & Wolfe, C. J. (2014). Do Critical Audit Matter Paragraphs in the Audit Report Change Nonprofessional Investor's Decision to Invest? *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 33(4), 71-93.
- Christie, A., & Zimmerman, J. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: Corporate controls contests. *The Accounting Review*, 69 (4), 539-566.
- Coffee Junior, J. C. (2004). What caused Enron? A capsule social and economic history of the 1990's. *Cornell Law Review*, 89(2), 269-309.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) (2011). *Pronunciamento Conceitual Básico 00 (R1): Estrutura Conceitual para elaboração e divulgação de Relatório Contábil-Financeiro*. Brasília, DF: CPC.
- Conselho Federal de Contabilidade (CFC) (2016). *NBC - TA 200 (R1): Objetivos gerais do auditor independente e a condução da auditoria em conformidade com normas de auditoria*. Brasília, DF: CFC.
- Costa, A. P. P., & Wood Junior, T. (2012). Fraudes corporativas. *Revista de Administração de Empresas*, 52(4), 464-472.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2003). *Métodos de pesquisa em administração*. (7ª ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Cusinato, R. T. (2003). *Teoria da decisão sob incerteza e a hipótese da utilidade esperada: conceitos analíticos e paradoxos*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil.
- Czerney, K., Schmidt, J., & Thompson, A. (2017). *Do Investors respond to explanatory language included in unqualified audit reports?* Working paper. University of Nebraska-Lincoln, University of Texas em Austin, e University of Illinois em Urbana-Champaign.
- Damodaran, A. (2007). *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo*. (1ª ed.). Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Dantas, J. A., Barreto, I. T., & Carvalho, P. R. M. (2017). Relatório com modificação de opinião: risco para o auditor? *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(33), 140-157.
- Defond, M., Hung, M., & Trezevant, R. (2007). Investor protection and the information content of annual earnings announcements: International evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 43(1), 37-67.
- Dobija, D., Cieslak, I., & Iwuc, K. (2016). Extended audit reporting: An insight from the auditing profession in Poland. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowosci*, 86(142) 95-117.
- Doxey, M. (2014). *The effects of auditor disclosures regarding management estimates on financial statement user's perceptions and investments*. Working paper. University of Alabama em Tuscaloosa, Alabama, Estados Unidos.
- Eisenhart, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *Journal of Business*, 38(1), 34-105.

- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F. (1991) Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.
- Favero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). Análise de dados Modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) (1980). *Statement of Financial Accounting Concepts n° 2 Qualitative Characteristics of Accounting Information*. New York, NY: FASB.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-352.
- Gil, A. C. (1999). Métodos e técnicas de pesquisa social. São Paulo: Atlas.
- Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. (4ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Girão, L. F. A. P., & Machado, M. R. (2013). A produção científica sobre assimetria informacional em periódicos internacionais de contabilidade. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 5(1), 99-119.
- Gray, G. L., Turner, J. L., Coram, P. J., & Mock, T. J. (2011). Perceptions and Misperceptions Regarding the Unqualified Auditor's Report By Financial Statement Preparers, Users and Auditors. *Accounting Horizons*, 25(4), 659-684.
- Gutierrez, E., Meza, M. M., Tatum, K. W., & Vulcheva, M. (2016). *Consequences of changing the auditor's report: Evidence from the U.K.* Working paper. Universidad de Chile, University of Miami, Florida International University.
- Gutierrez, E., Meza, M. M., Tatum, K. W., & Vulcheva, M. (2017). *Consequences of adopting an expanded auditor's report in the United Kingdom*. Working paper. Universidad de Chile, University of Miami, Florida International University.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da Contabilidade. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente*. São Paulo: Atlas.
- Hennes, K. M., Leone, A. J., Miller, B. P. (2013). Determinants and market consequences of auditor dismissals after accounting restatements. *The Accounting Review*, 89(3), 1051-1082.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 3-75.
- International Auditing and Assurance Standard Board - IAASB. (2015). *International Standard on Auditing 701. Communicating key audit matters in the independent auditor's report*. New York, NY: International Federation of Accountants.
- Iudícibus, S., & Lopes, A. B. (2004). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kachelmeier, S., Schmidt, J., & Valentine, K. (2016). *The disclaimer effect of disclosing critical audit matters in the auditor's report*. Working paper. University of Texas em Austin.
- Kiss, C., Fulop, L. M. T., & Cordos, G. S. (2015). Relevant Aspects regarding the changes of the Statutory Audit Report in the Light of International Regulations. *Audit financiar*, 13(6), 63-73.
- Kelton, A. S., & Montague, N. R. (2018). The unintended consequences of uncertainty disclosures made by auditors and managers on nonprofessional investor judgments. *Accounting, Organizations and Society*, 65, 44-55.
- Klann, R. C. (2011). *Gerenciamento de resultados: análise comparativa de empresas brasileiras e inglesas antes e após a adoção das IFRS*. Tese de Doutorado, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, Santa Catarina, Brasil.

- Kohler, A. G., Ratzinger-Sakel, N. V. S., & Theis, J. C. (2016). *The effects of key audit matters on the auditor's report's communicative value: Experimental evidence from investment professionals and non-professional investors*. Working paper. University of Duisburg-Essen em Duisburg, University of Hamburg em Hamburg, Alemanha.
- Lamounier, W. M., & Nogueira, E. M. (2005). *Estudo de Eventos: Procedimentos e Estudos empíricos*. In: Seminário de Gestão de Negócios, Curitiba. II Seminário de gestão de negócios: um enfoque acadêmico da realidade empresarial.
- Landsman, W. R., Maydew, E. L., & Thornock, J. R. (2012). The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 34-54.
- Lennox, C. S., Schmidt, J. J., & Thompson, A. M. (2017). *Is the expanded model of audit reporting informative to investors? Evidence from the UK*. Working paper. University of Southern California, University of Texas em Austin, University of Illinois em Urbana-Champaign.
- Libby, R., Bloomfield, R., & Nelson, M. W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 27(8), 775-810.
- Lopes, A.B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo Ohlson aplicado à Bovespa*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2007). *Teoria da Contabilidade – Uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.
- Lopes, A. B. (2002). *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning.
- Mackinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Martins, G. A., & Théóphilo, C. R. (2007). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas.
- Mock, T. J., Bédard, J., Coram, P. J., Davis, S. M., Espahbodi, R., & Warne, R. C. (2013). The Audit Reporting Model: Current Research Synthesis and Implications. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 32, 323-351.
- Murcia, F. D., & Borba, J. A. (2005). Um estudo das fraudes contábeis sob duas óticas: Jornais econômicos versus periódicos acadêmicos no período de 2001-2004. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 10(2), 99-114.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- Myers, L., Shipman, J., Swanquist, Q., & Whited, R. (2016). *Measuring the market response to first-time going concern modifications: The importance of disclosure timing*. Working paper. University of Arkansas.
- Newman, D. P., Patterson, E. R., & Smith, J. R. (2005). The Role of Auditing in Investor Protection. *The Accounting Review*, 80(1), 289-313.
- Niyama, J. K., Costa, F. M., Dantas, J. A, & Borges, E. F. (2011). Evolução da regulação da auditoria independente no Brasil: Análise crítica, a partir da teoria da regulação. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(2), 127-161.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.
- Ojo, M. (2008). The role of the external auditor in the regulation and supervision of the UK banking system. *Journal of Corporate Ownership and Control*, 5(4), 1-21.

- Oliveira, P. A. (2015). *A mudança no relatório do auditor independente em resposta as expectativas de mercado: um auxílio na delimitação de sua responsabilidade?* Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Pereira, A. G., Bruni, A. L., Rocha, J. S., Lima Filho, R. N., & Faria, J. A. (2012). Teoria dos Contratos, Governança Corporativa e Auditoria: delineamentos para a discussão em Teoria da Contabilidade. *Revista Brasileira de Contabilidade*, 198, 79-93.
- Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (2004). *Econometria*. (4ªed.). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Pinto Junior, H. Q., & Pires, M. C. P. (2000) *Assimetria de Informações e Problemas Regulatórios*. Recuperado de: <http://www.anp.gov.br/wwwanp/?dw=1992>
- PricewaterhouseCoopers. (2017). *SEC approves PCAOB standard changing the auditor reporting model*. Recuperado de: <https://www.pwc.com/us/en/cfodirect/publications/in-depth/sec-pcaob-auditor-reporting-model.html>
- Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). (2013). *Proposed auditing standards - the auditor's report on an audit of financial statements when the auditor expresses and unqualified opinion; the auditor's responsibilities regarding other information in certain documents containing audited financial statements and the related Auditor's Report; and related amendments to PCAOB standards*. Washington, D.C: PCAOB.
- Rabelo Junior, T. S., & Ikeda, R. H. (2004). Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(34), 97-107.
- Ramos, G. M., & Martinez, A. L. (2006). Governança Corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 1(6), 143-164.
- Reid, L. C., Carcello, J. V., Li, C., & Neal, T. L. (2015). *Are Auditor and Audit Committee Report Changes Useful to Investors? Evidence from the United Kingdom*. Working paper. University of Pittsburgh, University of Tennessee.
- Rezende, A. J., Dalmácio, F. Z., & Nilsen, F. (2010). *An analysis of the impact of non-accrued contingent liability on the equity market value of Brazilian companies*. In: American Accounting association annual meeting and conference on teaching and learning in accounting – AAA, 2010, San Francisco, CA: AAA.
- Rocha, I., Pereira, A. M., Bezerra, F. A., & Nascimento, S. (2012). Análise da produção científica sobre Teoria da Agência e assimetria da informação. *Revista de Gestão - USP*, 19(2), 329-342.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jordan, B.D. (2002). *Princípios da Administração Financeira. Tradução de Andréa Maria Accioly Fonseca Minardi. Revisão técnica de Antonio Zoratto Sanvicente*. (2ªed.). São Paulo: Atlas.
- Saam, N. J. (2007). Asymmetry in information versus asymmetry in power: Implicit assumptions of agency theory? *The Journal of Socio-Economics*, 36(6), 825-840.
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a Teoria da Divulgação, 2(1), 53-70.
- Samuelson, P. A. (1965). Proff that properly anticipated prices fluctuate randomly. *Industrial Management Review*, 6(2), 41-49.
- Santos, A., & Grateron, I. R. G. (2003). Contabilidade criativa e responsabilidade dos auditores. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 14(32), 7-22.
- Sarlo Neto, A. (2004). *A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, ES, Brasil.

- Scherer, L. M. (2006). *Valor adicionado: Análise empírica de sua relevância para as companhias abertas que publicam a demonstração do valor adicionado*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Schwartz, K. B., & Menon, K. (1985). Auditor switches by failing firms. *Accounting Review*, 60(2), 248-261.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silveira, A. M. (2004). Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Sirois, L. P., Bédard, J., & Bera, P. (2017). *The informational value of key audit matters in the Auditor's report: Evidence from an eye-tracking study*. Working paper. Laval University, Saint Louis University.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the wealth of nations*. Londres: Oxford University Press.
- Soares, R. O., Rostagno, L. M., & Soares, K. T. C. (2002). *Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal*. In: XXVI Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, Salvador, 22-25 Setembro 2002. Salvador, BA.
- Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Takamatsu, R. T., Lamounier, W. M., & Colauto, R. D. (2008). Impactos na divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do Ibovespa. *Revista Universo Contábil*, 4(1), 46-63.
- Teixeira, A. J. C. (2002). *A utilização de informações contábeis no processo decisório de gestores de médias empresas industriais no Estado do Espírito Santo: uma abordagem multidisciplinar*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracts*. New York: Simon and Schuster.

ANEXO 1 - RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS (EM %) PARA A DIVULGAÇÃO DO RELATÓRIO DE AUDITORIA COM OS PRINCIPAIS ASSUNTOS DE AUDITORIA (PAA)

TICKER	DATA	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
ABEV3 ON	02/03/2017	1,03	1,53	-0,01	-1,00	0,26	-3,15***	0,51	-0,43	-2,04**	2,54**	1,22
ALUP11 UNT	10/03/2017	-0,77	0,54	-0,27	-0,85	-0,32	-0,27	-0,06	0,81	-1,13	-0,57	1,67
ARZZ3 ON	08/03/2017	-2,00	-1,71	0,29	0,59	1,74	0,67	-2,80	2,80	-0,79	0,79	0,14
BEEF3 ON	21/02/2017	-0,64	2,40	-1,82	-0,37	-2,20	-1,19	-4,68***	-0,84	-0,24	1,75	-1,39
BRAP4 PN	21/03/2017	1,49	2,21	-1,86	-1,61	-0,16	-4,78	0,83	-1,86	-1,52	0,66	0,78
BRFS3 ON	23/02/2017	0,23	-2,15	-1,59	-2,90*	-1,43	1,64	1,09	-1,68	-0,39	1,53	1,64
BRKM5 PNA	15/08/2017	-2,49	-1,38	-1,58	-0,96	0,50	-1,15	1,09	-1,99	-0,90	-1,30	-1,52
BTOW3 ON	20/02/2017	-1,77	0,09	-0,69	-1,11	-0,62	-0,84	2,20	-1,97	-1,20	-0,03	3,16
CCRO3 ON	06/03/2017	-3,42**	1,67	2,47	-1,16	-0,87	-0,45	-0,06	-0,33	-0,60	3,88**	-1,78
CESP6 PNB	24/03/2017	3,90*	-3,20	2,10	-0,51	1,46	0,63	1,76	0,17	-1,59	3,12	0,77
CMIG4 PN	11/04/2017	-4,33*	1,11	-0,03	0,34	-2,37	3,51	-2,90	-2,85	0,87	0,82	0,57
CPFE3 ON	23/03/2017	0,40	0,89	-0,51	1,47	-0,34	-0,29	0,02	-0,08	-0,33	-0,44	-0,01
CPLE6 PNB	28/03/2017	0,12	-2,18	1,54	-0,11	-1,64	-1,62	-0,75	-1,30	2,25	-1,87	-1,41
CSAN3 ON	16/02/2017	0,00	-0,46	-1,89	1,38	-0,55	-0,28	0,44	-0,07	0,25	-4,71***	-0,11
CSMG3 ON	09/03/2017	3,03	-0,85	0,69	0,01	-2,61	-13,18***	-0,49	6,03***	-0,07	-2,17	-0,54
CSNA3 ON	28/10/2017	-0,80	-0,21	-1,80	-1,78	-5,20**	-2,92	-0,12	-1,97	-2,31	4,34*	0,29
CVCB3 ON	15/02/2017	-0,58	1,28	-1,03	1,25	-1,41	1,24	-0,74	-2,41	1,57	-0,01	0,88
CYRE3 ON	23/03/2017	0,61	0,71	0,81	0,64	-0,55	-1,16	-2,49	0,79	0,59	-2,03	2,27
DTEX3 ON	08/02/2017	5,45**	-1,08	7,29***	-1,48	-0,76	0,14	2,80	3,40	-2,79	-0,27	-2,41
ECOR3 ON	20/02/2017	-0,17	1,05	-1,39	0,89	-2,46	0,89	3,32*	0,31	-0,37	-3,71*	4,05**
EGIE3 ON	23/02/2017	-0,37	0,65	-0,46	0,09	0,79	1,00	-1,19	0,38	0,46	-1,41	1,15
ELET3 ON	27/03/2017	1,00	-1,18	0,53	-2,39	0,97	-6,54**	-4,47	-2,69	0,42	-0,54	-0,05
ELET6 PNB	27/03/2017	0,30	-0,16	1,67	-1,46	1,32	-5,34**	-1,72	-1,81	0,24	2,24	-1,47
ELPL3 ON	24/02/2017	-0,27	-0,64	-0,53	-0,10	0,20	0,06	-0,45	0,21	-0,72	-0,10	-0,03
EMBR3 ON	09/03/2017	-1,06	3,02	-0,48	1,07	2,70	2,27	-1,97	0,84	-1,50	-0,99	1,80
ENBR3 ON	22/02/2017	0,84	-0,10	0,41	-0,41	0,57	0,47	-2,51*	0,94	-1,48	-0,37	0,51
ENGI11 UNT	23/03/2017	-0,63	-0,22	-0,48	-1,60	0,22	-1,53	0,25	-0,41	-0,75	-0,81	1,33

TICKER	DATA	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
EQTL3 ON	08/03/2017	-0,07	-0,55	0,70	0,56	-0,34	-0,72	-3,49***	1,41	-2,92**	-1,59	1,76
ESTC3 ON	16/03/2017	-2,44	6,95	-4,12	-0,46	4,77*	1,56	-2,49	1,81	-1,93	-1,76	0,24
EZTC3 ON	20/03/2017	2,44	-1,73	-3,01	2,15	-2,36	-0,18	1,51	1,11	1,46	-1,26	-2,46
FIBR3 ON	30/01/2017	-2,75	-0,15	1,12	1,05	-2,76	-0,26	-7,13**	-2,64	-3,50	-1,23	-1,45
FLRY3 ON	09/03/2017	-1,15	-3,18	-0,19	0,60	-1,37	-1,08	-2,35	2,35	-0,46	3,08	0,63
GFSA3 ON	23/03/2017	-1,42	-11,79	-6,14**	3,00	-3,75	0,19	-4,35	0,85	1,82	-2,04	1,15
GGBR4 PN	22/02/2017	-1,65	0,99	-1,04	-1,11	0,20	-3,21	0,31	2,93	1,68	0,97	-0,39
GOAU4 PN	22/02/2017	-0,64	2,45	-1,53	-0,54	0,36	-2,43	-0,17	4,67	1,39	1,38	0,12
GOLL4 PN	17/02/2017	0,48	-0,25	3,52	2,66	5,58	7,91	6,52	-12,77**	5,34	0,47	-1,77
HGTX3 ON	23/02/2017	-0,36	1,05	-1,10	3,61*	-0,47	2,34	6,48***	-0,43	1,52	-0,71	1,20
HYPE3 ON	17/02/2017	-0,35	0,20	-1,03	1,24	-2,18	-1,95	-0,37	0,02	-0,67	0,44	0,68
JBSS3 ON	13/03/2017	-3,62	0,59	2,36	0,22	1,06	1,42	1,18	0,69	1,28	-9,53***	0,15
KLBNI1 UNT	01/02/2017	-2,29	2,03	0,50	-0,31	-1,10	-4,23**	1,72	-0,25	-2,04	-0,16	0,60
KROT3 ON	22/03/2017	2,73	1,10	-1,44	0,91	-0,61	-2,60	-0,98	0,42	-0,86	1,85	-0,50
LAME3 ON	20/02/2017	-1,30	0,27	-2,79*	0,18	0,38	1,17	-0,53	0,16	0,73	-2,60	0,38
LAME4 PN	20/02/2017	-1,10	-0,68	-5,33***	0,97	3,01	1,60	-2,36	0,90	1,74	-1,83	1,17
LIGT3 ON	23/03/2017	-2,09	-0,11	-2,54	4,23	-0,69	-1,54	2,94	-3,77	-3,81	-4,46*	3,76
LINX3 ON	13/02/2017	1,57	0,38	-0,79	1,24	-0,57	-1,27	-1,14	-2,00	-1,00	1,16	-1,26
LREN3 ON	09/02/2017	0,41	3,18	-1,17	-0,49	-2,27	0,50	2,34	-0,59	2,62*	0,37	0,23
MDIA3 ON	06/03/2017	-0,35	2,13	-3,75**	-0,67	-0,56	1,18	-9,15***	0,03	3,30*	-1,32	0,31
MGLU3 ON	20/02/2017	7,76*	-2,19	0,83	0,66	3,99	5,72	7,10*	0,81	6,10	1,51	2,11
MPLU3 ON	23/02/2017	0,91	2,62	1,98	-1,77	-0,13	0,06	-7,98***	1,38	-1,65	-0,69	0,06
MRFG3 ON	23/02/2017	-1,65	-3,03	-1,70	-1,22	-7,06***	-3,33*	2,87	0,42	0,06	-2,78	0,02
MRVE3 ON	07/03/2017	1,00	-0,67	-0,68	0,78	1,33	-0,63	0,80	4,56***	-0,12	0,21	1,37
MYPK3 ON	27/03/2017	-4,83*	1,49	-2,39	-1,85	1,42	-2,79	8,18***	4,17	-2,00	1,41	-3,28
NATU3 ON	22/02/2017	0,16	-0,87	-0,28	-1,77	-0,18	1,64	-4,54**	3,38	1,19	1,80	1,59
ODPV3 ON	21/02/2017	-0,66	0,61	0,07	0,02	-0,35	2,09	-1,81	2,27	0,83	3,50*	-5,21**
PCAR4 PN	24/02/2017	-0,73	-0,84	2,07	-0,03	-0,40	-0,07	-0,02	1,05	0,33	-0,90	0,11
PETR3 ON	21/03/2017	-1,64	-1,32	-1,36	0,35	0,61	1,60	1,81	-0,07	-0,62	0,64	0,87

TICKER	DATA	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
PETRA PN	21/03/2017	-3,21*	-0,03	-2,26	0,41	1,30	1,03	3,32*	-0,72	-1,65	0,77	0,30
POMO4 PN	23/02/2017	0,86	-0,57	-1,96	-0,99	-2,42	-1,34	-2,88	3,16	-2,81	-3,46	1,33
QUAL3 ON	20/03/2017	0,26	-0,78	0,12	2,86	-1,66	-0,86	1,42	2,72	0,08	0,18	0,42
RADL3 ON	16/02/2017	-2,25	0,63	-1,90	0,64	2,72*	-2,01	-2,13	-0,49	-0,77	-3,89***	1,04
RAIL3 ON	16/02/2017	-0,13	2,81	2,55	-1,61	-0,15	0,66	3,72	0,08	-3,51	-3,59	-0,67
RAPT4 PN	24/03/2017	2,82	0,19	-0,49	1,15	2,82	-0,67	-0,92	1,25	1,60	0,48	-0,73
RENT3 ON	05/02/2017	-0,83	-0,34	2,45	3,33*	-2,56	-2,64	2,33	2,95	-1,90	-0,97	-1,24
SBSP3 ON	27/03/2017	-4,16***	0,55	1,79	0,31	0,74	-0,37	0,93	0,22	-0,06	0,89	2,40
SEER3 ON	17/03/2017	2,26	-4,11	1,00	2,78	-0,72	4,69*	0,39	-0,58	-1,95	0,54	0,90
SMLS3 ON	15/02/2017	-0,83	2,00	-0,24	1,64	-0,32	1,76	5,19**	4,59*	-0,55	-1,80	-2,48
SMTO3 ON	26/06/2017	-1,75	-0,35	-2,16	0,65	3,86**	-3,61**	3,37**	0,91	1,23	2,25	-0,43
SUZB3 ON	08/02/2017	-2,69	-0,63	-1,33	0,42	0,52	-0,59	3,79	-1,93	2,86	-0,39	1,76
TAEEL1 UNT	10/03/2017	0,67	0,69	0,90	-2,23	-1,88	3,57*	-1,49	-1,71	0,05	-3,68*	0,74
TIET11 UNT	24/02/2017	0,69	-0,64	0,89	1,13	2,00	1,59	1,32	-2,74*	-1,33	0,48	0,34
TIMP3 ON	02/02/2017	-0,45	-0,41	0,98	0,53	-0,98	0,62	3,80**	2,77	-0,15	1,23	-0,45
TOTS3 ON	22/02/2017	2,39	-1,59	0,37	-2,23	-1,13	-0,36	0,90	2,04	2,24	1,88	1,34
TRPL4 PN	23/02/2017	0,56	0,05	-0,85	0,42	-2,77*	-0,01	1,80	-0,32	1,13	0,48	0,20
UGPA3 ON	22/02/2017	2,41**	-0,03	-1,00	-0,73	0,12	0,35	-1,14	-1,49	-1,74	1,23	0,91
USIM5 PNA	17/02/2017	1,58	-1,62	0,71	-2,91	-0,87	-0,25	-2,68	-2,58	-1,30	-1,65	0,21
VALE3 ON	23/02/2017	0,08	0,90	4,83	-3,74	-1,54	-2,12	0,30	0,49	-2,86	-1,11	-1,42
VIVT4 PN	21/02/2017	-0,94	-0,49	-1,10	-0,16	-0,31	-1,67	2,19*	-0,21	-0,54	-0,23	0,09
VLID3 ON	10/03/2017	0,28	0,63	-0,61	2,68	-1,53	0,73	-1,98	-3,57	0,55	0,31	0,86
VVAR11 UNT	23/02/2017	-1,29	0,80	3,89	1,31	-3,87	3,17	5,09	1,82	-3,48	-4,40	-1,38
WEGE3 ON	22/02/2017	2,54	-1,37	1,08	-0,78	3,03*	-1,78	-0,85	2,26	3,69**	1,14	-0,17
Mínimo		-4,83	-11,79	-6,14	-3,74	-7,06	-13,18	-9,15	-12,77	-3,81	-9,53	-5,21
Máximo		7,76	6,95	7,29	4,23	5,58	7,91	8,18	6,03	6,10	4,34	4,05
Média		-0,20	-0,04	-0,25	0,09	-0,28	-0,37	0,10	0,20	-0,19	-0,34	0,22

*Significância ao nível de 10%; **Significância ao nível de 5%; ***Significância ao nível de 1%;

ON= Ordinárias Nominativas; PN= Preferenciais Nominativas; UNT= Units

ANEXO 2 - RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS PARA A DIVULGAÇÃO DO RELATÓRIO DE AUDITORIA COM OS PAA

Ticker	Janela de eventos									
	t-5 a t+5	t-3 a t+3	t-1 a t+1	t-5 a t0	t-3 a t0	t-1 a t0	t0	t0 a t+1	t0 a t+3	t0 a t+5
ABEV3	0,47%	-5,86%	-2,38%	-1,33%	-3,90%	-2,89%	-3,15%	-2,64%	-5,11%	-1,35%
ALSC3	4,50%	4,89%	2,54%	-1,58%	-1,24%	-0,64%	-1,32%	1,86%	4,80%	4,75%
ALUP11	-1,21%	-2,08%	-0,65%	-1,93%	-1,71%	-0,59%	-0,27%	-0,33%	-0,64%	0,45%
ARZZ3	-0,29%	2,49%	-0,40%	-0,42%	3,28%	2,40%	0,67%	-2,14%	-0,13%	0,80%
BBAS3	1,17%	1,06%	1,73%	-1,03%	0,91%	1,52%	3,57%	3,78%	3,72%	5,77%
BBDC3	3,76%	2,97%	-2,70%	4,39%	5,05%	0,10%	-0,01%	-2,81%	-2,09%	-0,64%
BBDC4	4,15%	5,63%	-0,11%	3,55%	4,74%	1,43%	0,80%	-0,73%	1,70%	1,40%
BBSE3	2,70%	0,50%	-0,20%	0,68%	-1,86%	0,60%	2,22%	1,41%	4,58%	4,23%
BEEF3	-9,24%	-11,36%	-8,08%	-3,83%	-5,59%	-3,40%	-1,19%	-5,88%	-6,96%	-6,61%
BRAP4	-5,83%	-10,96%	-4,10%	-4,71%	-8,40%	-4,93%	-4,78%	-3,95%	-7,33%	-5,90%
BRFS3	-4,02%	-5,27%	1,30%	-6,20%	-4,29%	0,21%	1,64%	2,72%	0,66%	3,82%
BRKM5	-11,69%	-5,00%	0,44%	-7,08%	-3,20%	-0,66%	-1,15%	-0,06%	-2,95%	-5,77%
BRML3	-3,03%	-3,01%	-0,49%	1,61%	1,47%	2,39%	1,14%	-1,73%	-3,34%	-3,49%
BRSR6	-4,17%	0,30%	4,94%	3,35%	3,15%	2,50%	5,47%	7,91%	2,61%	-2,05%
BTOW3	-2,78%	-4,22%	0,75%	-4,94%	-3,26%	-1,46%	-0,84%	1,36%	-1,80%	1,32%
BVMF3	-2,00%	2,95%	-1,32%	0,11%	2,73%	0,95%	0,65%	-1,61%	0,88%	-1,45%
CCRO3	-0,66%	-1,00%	-1,38%	-1,76%	-0,01%	-1,32%	-0,45%	-0,51%	-1,44%	0,66%
CESP6	8,60%	4,02%	3,85%	4,38%	3,68%	2,09%	0,63%	2,39%	0,96%	4,85%
CIEL3	8,39%	9,53%	0,47%	6,46%	9,58%	1,58%	-1,22%	-2,33%	-1,28%	0,71%
CMIG4	-5,27%	-3,44%	-1,76%	-1,78%	1,45%	1,14%	3,51%	0,60%	-1,38%	0,01%
CPFE3	0,79%	-0,06%	-0,61%	1,62%	0,33%	-0,63%	-0,29%	-0,27%	-0,68%	-1,12%
CPLE6	-6,97%	-1,63%	-4,01%	-3,89%	-1,83%	-3,26%	-1,62%	-2,36%	-1,42%	-4,69%
CSAN3	-6,00%	-0,72%	-0,40%	-1,79%	-1,34%	-0,83%	-0,28%	0,16%	0,34%	-4,49%
CSMG3	-10,13%	-9,60%	-16,27%	-12,90%	-15,08%	-15,78%	-13,18%	-13,67%	-7,70%	-10,41%
CSNA3	-12,48%	-16,09%	-8,24%	-12,72%	-11,71%	-8,13%	-2,92%	-3,04%	-7,31%	-2,69%
CVCB3	0,04%	-1,52%	-0,92%	0,74%	0,05%	-0,18%	1,24%	0,50%	-0,34%	0,54%

Ticker	Janela de eventos									
	t-5 a t+5	t-3 a t+3	t-1 a t+1	t-5 a t0	t-3 a t0	t-1 a t0	t0	t0 a t+1	t0 a t+3	t0 a t+5
CYRE3	0,19%	-1,37%	-4,20%	1,05%	-0,26%	-1,71%	-1,16%	-3,65%	-2,26%	-2,02%
DTEX3	10,29%	8,60%	2,18%	9,56%	5,19%	-0,62%	0,14%	2,94%	3,55%	0,87%
ECOR3	2,41%	1,19%	1,75%	-1,19%	-2,07%	-1,57%	0,89%	4,21%	4,15%	4,49%
EGIE3	1,10%	1,08%	0,60%	1,71%	1,42%	1,79%	1,00%	-0,19%	0,66%	0,39%
ELET3	-14,94%	-14,17%	-10,04%	-7,61%	-7,43%	-5,57%	-6,54%	-11,01%	-13,28%	-13,87%
ELET6	-6,20%	-7,11%	-5,74%	-3,68%	-3,82%	-4,02%	-5,34%	-7,06%	-8,64%	-7,87%
ELPL3	-2,35%	-1,32%	-0,19%	-1,28%	-0,36%	0,26%	0,06%	-0,39%	-0,89%	-1,02%
EMBR3	5,71%	2,94%	3,01%	7,53%	5,56%	4,98%	2,27%	0,30%	-0,36%	0,46%
ENBR3	-1,13%	-2,02%	-1,48%	1,78%	1,03%	1,03%	0,47%	-2,05%	-2,59%	-2,44%
ENGI11	-4,63%	-4,30%	-1,06%	-4,23%	-3,39%	-1,31%	-1,53%	-1,28%	-2,43%	-1,92%
EQTL3	-5,24%	-4,79%	-4,55%	-0,41%	0,21%	-1,06%	-0,72%	-4,21%	-5,72%	-5,55%
ESTC3	2,14%	-0,86%	3,84%	6,26%	1,75%	6,33%	1,56%	-0,93%	-1,05%	-2,57%
EZTC3	-2,32%	0,68%	-1,02%	-2,69%	-3,40%	-2,53%	-0,18%	1,34%	3,91%	0,19%
FIBR3	-19,69%	-14,12%	-10,15%	-3,75%	-0,85%	-3,02%	-0,26%	-7,39%	-13,53%	-16,21%
FLRY3	-3,13%	-2,50%	-4,80%	-6,38%	-2,05%	-2,45%	-1,08%	-3,43%	-1,53%	2,17%
GFSA3	-22,47%	-8,37%	-7,90%	-19,91%	-6,69%	-3,55%	0,19%	-4,15%	-1,48%	-2,37%
GGBR4	-0,32%	-0,23%	-2,70%	-5,82%	-5,16%	-3,01%	-3,21%	-2,90%	1,72%	2,29%
GOAU4	5,06%	1,75%	-2,23%	-2,33%	-4,14%	-2,07%	-2,43%	-2,59%	3,46%	4,97%
GOLL4	17,70%	18,77%	20,01%	19,91%	19,68%	13,49%	7,91%	14,42%	7,00%	5,70%
HGTX3	13,13%	11,96%	8,36%	5,07%	4,38%	1,88%	2,34%	8,83%	9,92%	10,40%
HYPE3	-3,97%	-4,94%	-4,50%	-4,07%	-3,92%	-4,13%	-1,95%	-2,32%	-2,98%	-1,86%
IGTA3	0,10%	-0,86%	2,81%	-0,37%	0,25%	3,22%	1,76%	1,35%	0,65%	2,22%
ITSA4	3,73%	1,33%	0,14%	-1,25%	-2,06%	-1,58%	0,01%	1,72%	3,39%	4,99%
ITUB4	2,82%	3,96%	3,98%	4,25%	4,18%	2,62%	1,55%	2,91%	1,32%	0,12%
JBSS3	-4,20%	8,21%	3,65%	2,03%	5,06%	2,47%	1,42%	2,60%	4,57%	-4,81%
KLBNI1	-5,54%	-5,71%	-3,62%	-5,40%	-5,14%	-5,33%	-4,23%	-2,52%	-4,81%	-4,37%
KROT3	0,02%	-5,17%	-4,20%	0,09%	-3,75%	-3,22%	-2,60%	-3,58%	-4,03%	-2,67%
LAME3	-3,95%	-0,70%	1,02%	-2,09%	-1,06%	1,55%	1,17%	0,63%	1,53%	-0,68%

Ticker	Janela de eventos										
	t-5 a t+5	t-3 a t+3	t-1 a t+1	t-5 a t0	t-3 a t0	t-1 a t0	t0	t0 a t+1	t0 a t+3	t0 a t+5	
LAME4	-1,91%	0,54%	2,25%	-1,53%	0,26%	4,61%	1,60%	-0,76%	1,88%	1,22%	
LIGT3	-8,07%	-5,17%	0,71%	-2,74%	-0,54%	-2,23%	-1,54%	1,40%	-6,17%	-6,87%	
LINX3	-3,67%	-5,53%	-2,98%	0,57%	-1,39%	-1,84%	-1,27%	-2,41%	-5,41%	-5,51%	
LREN3	5,13%	0,94%	0,57%	0,16%	-3,43%	-1,77%	0,50%	2,84%	4,87%	5,47%	
MDIA3	-8,85%	-9,62%	-8,53%	-2,03%	-3,80%	0,62%	1,18%	-7,97%	-4,64%	-5,65%	
MGLU3	34,39%	25,20%	16,81%	16,76%	11,20%	9,71%	5,72%	12,82%	19,72%	23,34%	
MPLU3	-5,22%	-8,12%	-8,06%	3,66%	0,13%	-0,08%	0,06%	-7,93%	-8,19%	-8,82%	
MRFG3	-17,38%	-9,95%	-7,51%	-17,98%	-13,31%	-10,39%	-3,33%	-0,46%	0,03%	-2,73%	
MRVE3	7,95%	6,04%	1,50%	1,14%	0,80%	0,70%	-0,63%	0,17%	4,61%	6,18%	
MULT3	4,77%	4,09%	1,30%	3,35%	2,30%	0,47%	0,65%	1,49%	2,44%	2,08%	
MYPK3	-0,46%	4,74%	6,82%	-8,95%	-5,61%	-1,37%	-2,79%	5,40%	7,56%	5,70%	
NATU3	2,10%	-0,57%	-3,08%	-1,31%	-0,60%	1,46%	1,64%	-2,90%	1,67%	5,05%	
ODPV3	1,37%	3,12%	-0,06%	1,78%	1,83%	1,74%	2,09%	0,29%	3,38%	1,67%	
PCAR4	0,58%	2,93%	-0,49%	0,00%	1,57%	-0,47%	-0,07%	-0,09%	1,29%	0,51%	
PETR3	0,87%	2,32%	4,03%	-1,76%	1,21%	2,22%	1,60%	3,41%	2,72%	4,23%	
PETR4	-0,74%	1,43%	5,65%	-2,77%	0,48%	2,33%	1,03%	4,35%	1,98%	3,06%	
POMO4	-11,10%	-9,24%	-6,64%	-6,43%	-6,71%	-3,76%	-1,34%	-4,22%	-3,87%	-6,00%	
PSSA3	-2,45%	-2,33%	-3,46%	-4,20%	-1,07%	-3,40%	-1,58%	-1,64%	-2,84%	0,16%	
QUAL3	4,76%	4,68%	-1,10%	-0,06%	0,45%	-2,52%	-0,86%	0,56%	3,37%	3,97%	
RADL3	-8,40%	-3,94%	-1,42%	-2,16%	-0,55%	0,72%	-2,01%	-4,14%	-5,40%	-8,24%	
RAIL3	0,17%	1,75%	4,23%	4,14%	1,46%	0,51%	0,66%	4,38%	0,95%	-3,31%	
RAPT4	7,50%	4,74%	1,23%	5,81%	2,81%	2,15%	-0,67%	-1,59%	1,26%	1,01%	
RENT3	0,58%	3,96%	-2,87%	-0,59%	0,58%	-5,20%	-2,64%	-0,31%	0,74%	-1,48%	
SANB11	-1,52%	2,82%	-0,15%	-0,65%	2,52%	0,15%	0,68%	0,38%	0,98%	-0,19%	
SBSP3	3,25%	3,56%	1,30%	-1,14%	2,47%	0,37%	-0,37%	0,56%	0,72%	4,02%	
SEER3	5,20%	5,60%	4,35%	5,91%	7,75%	3,97%	4,69%	5,07%	2,54%	3,98%	
SMLS3	8,94%	12,05%	6,63%	4,00%	2,83%	1,44%	1,76%	6,95%	10,98%	6,70%	
SMT03	3,97%	4,25%	3,62%	-3,36%	-1,27%	0,24%	-3,61%	-0,24%	1,90%	3,72%	

Ticker	Janela de eventos									
	t-5 a t+5	t-3 a t+3	t-1 a t+1	t-5 a t0	t-3 a t0	t-1 a t0	t0	t0 a t+1	t0 a t+3	t0 a t+5
SULA11	4,77%	0,11%	-3,27%	5,87%	4,54%	0,38%	3,11%	-0,53%	-1,32%	2,00%
SUZB3	1,77%	3,72%	3,71%	-4,30%	-0,99%	-0,07%	-0,59%	3,19%	4,12%	5,49%
TABE11	-4,35%	-2,77%	0,21%	1,74%	0,37%	1,70%	3,57%	2,08%	0,43%	-2,52%
TIET11	3,73%	2,86%	4,91%	5,65%	5,60%	3,59%	1,59%	2,91%	-1,15%	-0,33%
TIMP3	7,48%	7,56%	3,44%	0,29%	1,15%	-0,36%	0,62%	4,42%	7,04%	7,82%
TOTS3	5,85%	1,84%	-0,58%	-2,55%	-3,34%	-1,48%	-0,36%	0,54%	4,82%	8,04%
TRPL4	0,68%	-0,60%	-0,98%	-2,61%	-3,21%	-2,78%	-0,01%	1,79%	2,60%	3,28%
UGPA3	-1,11%	-5,64%	-0,67%	1,12%	-1,27%	0,47%	0,35%	-0,79%	-4,02%	-1,88%
USIM5	-11,35%	-9,87%	-3,79%	-3,35%	-3,32%	-1,12%	-0,25%	-2,92%	-6,80%	-8,25%
VALE3	-6,20%	-4,64%	-3,36%	-1,60%	-2,58%	-3,66%	-2,12%	-1,82%	-4,18%	-6,71%
VIVT4	-3,38%	-1,81%	0,21%	-4,67%	-3,24%	-1,98%	-1,67%	0,52%	-0,24%	-0,38%
VLID3	-1,65%	-3,72%	-2,77%	2,18%	1,28%	-0,80%	0,73%	-1,25%	-4,27%	-3,10%
VVAR11	1,66%	7,94%	4,39%	4,01%	4,50%	-0,70%	3,17%	8,26%	6,61%	0,83%
WEGE3	8,80%	6,65%	0,40%	2,72%	1,55%	1,25%	-1,78%	-2,63%	3,32%	4,29%
WIZS3	5,07%	7,29%	7,07%	-2,25%	0,96%	3,94%	3,05%	6,18%	9,39%	10,37%
Mínimo	-22,47%	-16,09%	-16,27%	-19,91%	-15,08%	-15,78%	-13,18%	-13,67%	-13,53%	-16,21%
Máximo	34,39%	25,20%	20,01%	19,91%	19,68%	13,49%	7,91%	14,42%	19,72%	23,34%
Média	-0,55%	-0,17%	-0,32%	-0,64%	-0,30%	-0,37%	-0,09%	-0,05%	0,04%	0,00%

ANEXO 3 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

	QTD	BIO	BE M	PRO	CON	EST	IMO	INF	INT	PAS	CO M	RRE	TRI	IMP	FOR	OUT
Quantidade de PAA	1,000	-,034	,228*	,300**	,418**	,049	-,071	,326**	,184	,100	-,015	,008	,288**	,323**	,229*	,233*
Ativos biológicos		,766	,042	,007	,000	,665	,530	,003	,102	,378	,895	,945	,010	,004	,041	,037
	-,034	1,000	-,074	-,278*	-,134	-,059	,493**	,057	-,098	-,080	,086	-,156	,177	-,095	-,108	-,148
Benefícios a empregados	,766		,517	,013	,237	,602	,000	,618	,389	,481	,448	,167	,117	,401	,339	,189
	,228*	-,074	1,000	,149	,191	-,065	-,056	,176	,036	,080	-,095	-,100	-,190	,059	,274*	,074
Provisões e contingências	,042	,517		,188	,090	,565	,620	,119	,752	,482	,402	,376	,091	,603	,014	,517
	,300**	-,278*	,149	1,000	,248*	,073	-,090	,170	,015	-,087	-,204	-,135	-,110	,058	,018	-,091
Continuidade operacional e escândalos corporativos	,007	,013	,188		,026	,520	,427	,132	,896	,445	,070	,234	,332	,610	,877	,422
	,418**	-,134	,191	,248*	1,000	-,119	-,102	,248*	-,106	,155	-,173	-,228*	,243*	,250*	-,053	-,166
Estoques	,000	,237	,090	,026		,294	,367	,027	,350	,170	,126	,042	,030	,025	,639	,141
	,049	-,059	-,065	,073	-,119	1,000	-,045	-,087	,260*	-,071	-,076	-,008	,080	-,151	-,096	-,132
Imobilizado	,665	,602	,565	,520	,294		,690	,445	,020	,531	,500	,941	,482	,180	,396	,244
	-,071	,493**	-,056	-,090	-,102	-,045	1,000	-,075	-,075	-,061	-,066	-,070	,002	-,098	-,083	-,113
Instrumentos financeiros	,530	,000	,620	,427	,367	,690		,511	,511	,590	,562	,540	,988	,386	,465	,317
	,326**	,057	,176	,170	,248*	-,087	-,075	1,000	-,143	,164	-,002	-,230*	,136	,169	,048	-,217
Intangível	,003	,618	,119	,132	,027	,445	,511		,207	,147	,989	,040	,229	,134	,675	,053
	,184	-,098	,036	,015	-,106	,260*	-,075	-,143	1,000	,017	,126	-,014	,055	-,286*	-,054	,055
Participações societárias	,102	,389	,752	,896	,350	,020	,511	,207		,883	,265	,902	,631	,010	,633	,626
	,100	-,080	,080	-,087	,155	-,071	-,061	,164	,017	1,000	-,103	-,137	,212	-,183	-,130	-,080
Combinação de negócios	,378	,481	,482	,445	,170	,531	,590	,147	,883		,362	,226	,060	,105	,251	,480
	-,015	,086	-,095	-,204	-,173	-,076	-,066	-,002	,126	-,103	1,000	-,012	-,223*	-,058	,090	-,007
Reconhecimento de receita	,895	,448	,402	,070	,126	,500	,562	,989	,265	,362		,914	,047	,609	,425	,950
	,008	-,156	-,100	-,135	-,228*	-,008	-,070	-,230*	-,014	-,137	-,012	1,000	-,401**	-,183	,055	,183
Tributos e realização de tributos diferidos	,945	,167	,376	,234	,042	,941	,540	,040	,902	,226	,914		,000	,104	,629	,104
	,288**	,177	-,190	-,110	,243*	,080	,002	,136	,055	,212	-,223*	-,401**	1,000	,040	-,280*	-,201
Valor recuperável (<i>impairment</i>)	,010	,117	,091	,332	,030	,482	,988	,229	,631	,060	,047	,000		,725	,012	,074
	,323**	-,095	,059	,058	,250*	-,151	-,098	,169	-,286*	-,183	-,058	-,183	,040	1,000	,212	-,053
Clientes, obrigações e fornecedores a pagar	,004	,401	,603	,610	,025	,180	,386	,134	,010	,105	,609	,104	,725		,059	,638
	,229*	-,108	,274*	,018	-,053	-,096	-,083	,048	-,054	-,130	,090	,055	-,280*	,212	1,000	-,012
Outros assuntos	,041	,339	,014	,877	,639	,396	,465	,675	,633	,251	,425	,629	,012	,059		,916
	,233*	-,148	,074	-,091	-,166	-,132	-,113	-,217	,055	-,080	-,007	,183	-,201	-,053	-,012	1,000
	,037	,189	,517	,422	,141	,244	,317	,053	,626	,480	,950	,104	,074	,638	,916	

Em que: QTD: Quantidade de PAA; BIO: Ativos biológicos; BEM: Benefícios a empregados; PRO: Provisões e contingências; CON: Continuidade operacional, escândalos corporativos e dificuldades financeiras; EST: Estoques; IMO: Imobilizado; INF: Instrumentos financeiros derivativos; INT: Intangível; PAS: Participações societárias; COM: Combinação de negócios; RRE: Reconhecimento de receita; TRI: Tributos e realização de tributos diferidos; IMP: Valor recuperável (*Impairment*); FOR: Clientes a receber, fornecedores e obrigações a pagar ; OUT: Outros assuntos.

Janelas de Evento																					
Variáveis	t-5 a t+5		t-3 a t+3		t-1 a t+1		t-5 a t+0		t-3 a t+0		t-1 a t+0		t0		t0 a t+1		t0 a t+3		t0 a t+5		
	Corr.	Sig.	Corr.	Sig.	Corr.	Sig.	Corr.	Sig.	Corr.	Sig.	Corr.	Sig.	Corr.	Sig.	Corr.	Sig.	Corr.	Sig.	Corr.	Sig.	
Quantidade de PAA	-,256*	,022	-,146	,196	-,083	,465	-,184	,102	-,155	,170	-,090	,427	-,020	,857	-,063	,581	-,074	,514	-,194	,084	
Ativos biológicos	,039	,730	,046	,686	,028	,806	-,117	,300	-,010	,929	-,093	,413	-,153	,175	,006	,961	,010	,929	,003	,976	
Benefícios a empregados	,113	,318	,129	,252	,220	,050	,117	,301	,203	,070	,288*	,010	,238*	,033	,173	,126	,119	,292	,138	,223	
Provisões e contingências	-,169	,135	-,193	,086	-,135	,234	-,223*	,047	-,244*	,029	-,124	,274	-,043	,705	-,094	,405	-,088	,438	-,083	,466	
Continuidade oper. e escândalos	-,363**	,001	-,241*	,031	-,199	,076	-,382**	,000	-,300**	,007	-,194	,085	-,235*	,036	-,157	,165	-,158	,162	-,194	,085	
Estoques	-,052	,646	,079	,483	,082	,470	-,040	,726	,035	,759	,171	,129	,161	,153	,032	,776	,137	,227	,050	,662	
Imobilizado	-,144	,203	-,113	,320	-,215	,055	-,121	,285	-,050	,660	-,269*	,016	-,181	,108	-,152	,177	-,164	,146	-,189	,092	
Instrumentos financeiros	-,145	,198	,028	,808	,162	,151	-,104	,356	,016	,885	,109	,335	-,021	,851	,104	,356	-,014	,902	-,138	,221	
Intangível	-,065	,564	-,031	,784	-,018	,874	-,047	,676	-,033	,773	-,031	,784	-,029	,795	-,043	,708	-,051	,655	-,041	,719	
Participações societárias	-,120	,290	,072	,527	,062	,583	,053	,643	,133	,239	,051	,655	,125	,267	,099	,384	,055	,631	-,118	,298	
Combinação de negócios	,025	,824	-,063	,578	-,115	,308	,025	,824	-,067	,556	-,061	,589	-,296**	,008	-,260*	,020	-,150	,185	-,115	,308	
Reconhecimento de receita	,118	,299	,047	,680	-,100	,378	,193	,086	,114	,312	-,016	,889	,161	,154	,031	,787	,048	,672	,056	,620	
Tributos e realiz. trib. diferidos	-,116	,307	,049	,666	,135	,232	-,162	,150	-,097	,390	-,122	,281	-,145	,199	,156	,168	,109	,337	-,040	,728	
Valor recuperável (Impairment)	-,020	,858	-,010	,933	,003	,980	-,040	,728	-,044	,695	,096	,397	,032	,776	-,061	,590	,046	,688	,032	,776	
Clientes, obrig. e fornecedores	,129	,256	,099	,384	,162	,152	,065	,567	,107	,344	,195	,082	,133	,241	,051	,656	,078	,493	,104	,357	
Outros assuntos	,059	,605	-,023	,838	-,010	,928	,191	,090	,098	,390	,039	,728	,187	,097	,081	,474	-,022	,847	,028	,806	

ANEXO 5 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS INDEPENDENTES E DE CONTROLE

	Mudança de Auditoria		Analistas		Tamanho		Endividamento		Rentabilidade	
	Corr.	Sign.	Corr.	Sign.	Corr.	Sign.	Corr.	Sign.	Corr.	Sign.
Quantidade de PAA	-,089	,433	-,105	,356	,256*	,022	,245*	,028	-,391**	,000
Ativos biológicos	,008	,942	,040	,722	,079	,484	-,019	,867	,037	,745
Benefícios a empregados	-,137	,226	-,063	,579	,109	,336	-,041	,717	-,035	,758
Provisões e contingências	,019	,869	-,081	,477	,200	,076	-,032	,779	-,193	,086
Continuidade operacional e escândalos corporativos	-,097	,394	-,046	,686	,428**	,000	,290**	,009	-,450**	,000
Estoques	,331**	,003	,034	,767	-,114	,313	-,010	,930	,007	,948
Imobilizado	,074	,516	,188	,096	,064	,572	,058	,607	,115	,308
Instrumentos financeiros	-,086	,449	-,133	,240	,255*	,022	,203	,071	-,157	,163
Intangível	,206	,067	-,034	,767	,072	,526	,146	,197	-,118	,298
Participações societárias	-,149	,188	,011	,926	,198	,078	,129	,253	-,171	,128
Combinação de negócios	-,160	,156	-,020	,861	-,070	,535	-,177	,117	,108	,339
Reconhecimento de receita	,105	,355	-,026	,816	-,318**	,004	-,201	,074	,246*	,028
Tributos e real. Tributos diferidos	-,061	,592	,218	,053	,313**	,005	,451**	,000	-,534**	,000
Valor recuperável (<i>Impairment</i>)	-,115	,311	-,150	,184	,124	,273	-,010	,927	-,133	,241
Clientes a receber, obrig. e fornecedores a pagar	-,113	,318	-,015	,898	-,148	,191	-,235*	,036	,134	,236
Outros assuntos	,007	,948	-,136	,228	-,155	,171	,052	,645	,091	,420
Mudança de Auditoria	1,00		,088	,439	-,083	,467	-,053	,638	,180	,111
Analistas	0,88	,439	1,000		,046	,685	-,070	,535	,090	,427
Tamanho	-,083	,467	,046	,685	1,000		,287**	,010	-,463**	,000
Endividamento	-,053	,638	-,070	,537	,287**	,010	1,000		-,491**	,000
Rentabilidade	,180	,111	,090	,427	-,463**	,000	-,491**	,000	1,000	

TICKER	Data da Divulgação	Quantidade Total de PAA	Ativos biológicos	Benefícios a empregados	Provisões e contingências	Cont operacional e escândalos corporativos	Estoques	Imobilizado	Instrumentos financeiros	Intangível	Participações societárias	Combinação de negócios	Tributos e realização de tributos diferidos	Reconhecimento de receita	Valor recuperável (Impairment)	Clientes, obrigações e fornecedores a pagar	Outros assuntos
FLRY3	09/03/2017	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0
GFSA3	23/03/2017	4	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1
GGBR4	22/02/2017	4	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
GOAU4	22/02/2017	4	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
GOLL4	17/02/2017	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	0	1
HGTX3	23/02/2017	3	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
HYPE3	17/02/2017	3	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
JBSS3	13/03/2017	7	0	0	1	1	0	0	1	0	1	0	1	1	1	0	0
KLBN11	01/02/2017	3	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0
KROT3	22/03/2017	3	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0
LAME3	20/02/2017	4	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0
LAME4	20/02/2017	4	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0
LIGT3	23/03/2017	4	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1
LINX3	13/02/2017	4	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	1	0	0
LREN3	09/02/2017	4	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
MDIA3	06/03/2017	3	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0
MGLU3	20/02/2017	2	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
MPLU3	23/02/2017	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0
MRFG3	23/02/2017	6	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	2	1	1	0	0
MRVE3	07/03/2017	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
MYPK3	27/03/2017	3	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
NATU3	22/02/2017	3	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0
ODPV3	21/02/2017	2	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
PCAR4	24/02/2017	3	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0	0
PETR3	21/03/2017	8	0	1	2	1	0	0	1	0	0	0	0	0	2	1	0
PETR4	21/03/2017	8	0	1	2	1	0	0	1	0	0	0	0	0	2	1	0
POMO4	23/02/2017	4	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	0
QUAL3	20/03/2017	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1
RADL3	16/02/2017	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	1
RAIL3	16/02/2017	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
RAPT4	24/03/2017	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
RENT3	05/02/2017	3	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0
SBSP3	27/03/2017	2	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0

TICKER	Data da Divulgação	Quantidade Total de PAA	Ativos biológicos	Benefícios a empregados	Provisões e contingências	Cont operacional e escândalos corporativos	Estoques	Imobilizado	Instrumentos financeiros	Intangível	Participações societárias	Combinação de negócios	Tributos e realização de tributos diferidos	Reconhecimento de receita	Valor recuperável (Impairment)	Clientes, obrigações e fornecedores a pagar	Outros assuntos
SEER3	17/03/2017	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0
SMLS3	15/02/2017	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0
SMT03	26/06/2017	3	1	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0
SUZB3	08/02/2017	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0
TAEE11	10/03/2017	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
TIET11	24/02/2017	3	0	0	2	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
TIMP3	02/02/2017	4	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1
TOTS3	22/02/2017	3	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0
TRPL4	23/02/2017	3	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
UGPA3	22/02/2017	3	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
USIM5	17/02/2017	5	0	0	1	2	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
VALE3	23/02/2017	5	0	0	2	0	0	0	1	0	0	0	1	0	1	0	0
VIVT4	21/02/2017	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0
VLID3	10/03/2017	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
VVAR11	23/02/2017	3	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0	0
WEGE3	22/02/2017	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0
TOTAL		277	5	6	48	19	4	3	11	10	7	8	29	43	48	13	23